2027

발간일자 2026.11.16

2027년 연간전망





좀 추워졌지만 계속 달릴 거양

[인터넷/AI] 김동우 수석연구원
20210135@iprovest.com

KYOBO
교보증권

Contents

I B2C: 개인향 에이전트의 등장과 그 이후 ··· 5pg

1) B2C 에이전트는 인터넷의 이용방식을 어떻게 변화시킬까
2) 에이전트의 역설: '진짜 사람'의 중요성이 커진다
3) 27년 국내 온라인 광고 시장 전망: 검색 광고 시장이 격전지

II B2B: 국내 인프라 업체들은 이제 본격 성장이다 ··· 19pg

1) 27년 AX 본격화: MSP 매출 성장 요인
2) AI DC 사업의 본격 시작
3) 자금조달 이라는 글로벌 병목, 국내 AI 인프라 기업들은 괜찮을까?
4) 아시아 내 DC 건설 확대 움직임
5) 커버리지 기업별 컴퓨팅 사업 용량 확장 계획

III 기업 분석 ··· 33pg

Summary

- 2027년 인터넷/SI 기업들은 B2B 사업 위주의 성장을 보일 것으로 전망하며, B2C(광고, 커머스) 사업에 있어서는 B2C AI 에이전트의 등장으로 검색 광고 시장의 검색 격화와 성장률 제한이 나타날 것으로 전망. 따라서 27년 AI DC 및 MSP 사업을 중심으로 B2B 성장을 일으키는 NAVER, NHN, LG CNS의 성장세가 크게 나타날 것으로 전망
- 추론형 모델 기반 에이전트 활용, B2C AI 에이전트 도입 증가로 토큰 호출량(수요)의 증가, AI DC 공급 병목(공급)으로 컴퓨팅 파워 공급자 우위 시장은 유지되고 있음. 이는 GPUaaS 렌탈가 상승으로 나타나며, 11월 미국 중간선거 이후 DC 관련 규제 강화는 국내 사업자들에게 우호적인 환경 될 것으로 예상
- 이에 따라 이미 진행되고 있던 미국 외 아시아 지역에서의 DC 개발 파이프라인이 가속될 것으로 전망하며, 한국 정부는 AI DC 특별법 시행, GPU 3차 사업 등 AI DC 산업 활성화 시도. 자본 조달에 있어서도 글로벌 네오클라우드가 수익 실현 이전 선제적 차입과 off-balance 구조에 의존하는 것에 비해 국내 기업들은 자기자본 중심 재무 기반과 정부 사업을 레버리지하는 방식을 활용. 브룩필드를 통해 GPU를 조달하는 NAVER의 경우에도 출자 원금, 배당, 투자수익률, GPU 잔존가치는 보증 대상에서 제외되어 리스크 제한적
- 당사 커버리지 AI 인프라 기업 중 27년 1) 자체(연산 자원 기준) DC 용량 확대가 크게 이루어지는 기업은 NAVER과 NHN, 중기적으로 용량 확대 가시성 큰 기업들은 NAVER, 삼성 SDS. 2) DBO/위탁운영 용량 확대는 28년까지는 LG CNS가 가장 클 것으로 예상되며, 단기~중기적으로 북미 내 AI DC 신규 건축 속도 조절로 우호적인 테넌트 유치 환경 예상. 29년부터는 통신사, 삼성SDS, 롯데이노베이트 등의 진입으로 경쟁 강화 예상
- 27~28년 NAVER, NHN, LG CNS의 이익 수혜 먼저 나타날 것으로 예상하며 장기적(29년~)은 자체 용량 확충에 적극적인 NAVER, 삼성SDS의 성장세 두드러질 것으로 전망. LG CNS의 경우 천안 AI 팩토리(28년) 등 컴퓨팅 사업 방향성에 따라 장기 성장률 변화 가능
- B2C 차원에서는 개인향 에이전트 등장으로 검색 광고 시장은 격전지가 될 것으로 예상하며, 체류시간의 감소를 겪고 있는 국내 플랫폼에게는 비우호적인 상황. NAVER는 AI 광고 수익화 및 UGC 권리자 지위 확보, 카카오는 톡 접점 기반 에이전트 배치 성과가 중요
- Top Picks: NAVER, LG CNS

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

KYOBO
교보증권

2027



I. B2C :
개인향 에이전트의 등장과 그 이후

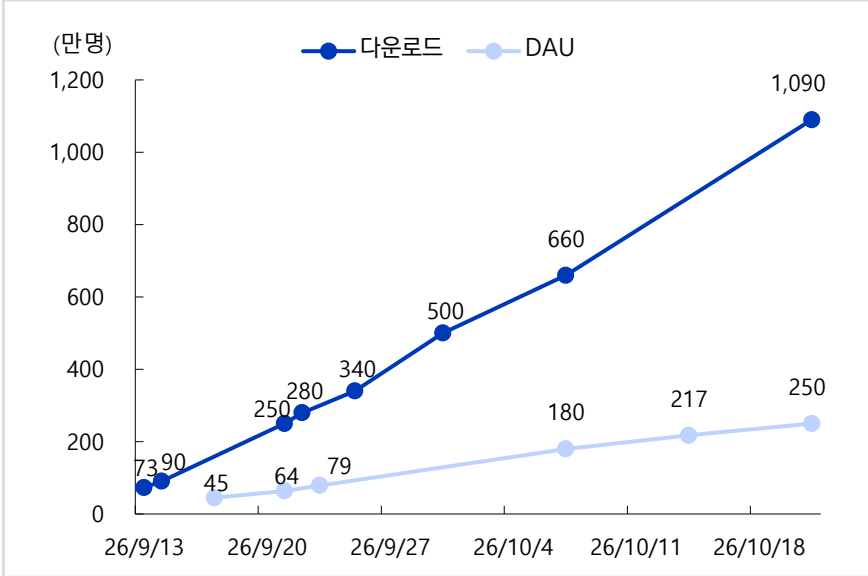
B2C 에이전트는 인터넷의 이용 방식을 어떻게 변화시킬까

- Meta Muse(26년 9월 출시)와 Instinct(26년 8월 베타 출시), Grok Bot을 통해 B2C 에이전트가 보편화 문턱을 처음으로 넘었다고 판단. Meta에 따르면 Muse는 26년 9월 8일 미국과 캐나다 출시 후 40일간 다운로드 1,090만, 10월 중순 기준 DAU 250만 명을 기록. 행동하는 개인향 에이전트라는 OpenClaw의 아이디어를 그대로 가져오되, 설치 및 서버 운영 등 복잡했던 셋업 과정을 생략하고 익숙한 인터페이스(WhatsApp, Muse 앱, iMessage 등)와 보안 셋팅 제공을 통해 진입장벽을 제거한 것이 성공 요인
- 이를 통해 인터넷의 이용 방식은 Meta가 3Q26 실적발표에서 언급했듯 인간이 사이트를 돌아다니는 방식에서 인증된 에이전트, API 간 파트너십으로 진화할 것으로 예상. 고무적인 점은 쇼핑이라는 use case가 실질적으로 형성되어 B2C 서비스에서도 구독 및 광고 외 에이전트 커머스 기반의 수수료 모델의 가능성을 보여줬다는 것

OpenClaw, Muse, Instinct 비교

	Muse	Instinct	OpenClaw
설치/운영	없음 (Meta 클라우드 VM)	없음 (회사 측 클라우드)	유저 확보 연산자원에 직접 설치
접점	Muse 앱 / WhatsApp	문자/전화	메신저 연결 설정 필요
보안 책임	Sentinel 등 기본 내장	Vault 등 기본 제공	사용자 (샌드박스 기본 꺼짐)
비용	무료 한도 → $20/$100	무료 (초대제)	무료 + 호스팅/모델비 직접 부담
지역	미국, 캐나다, 일본	초대제 (US 중심)	전 세계

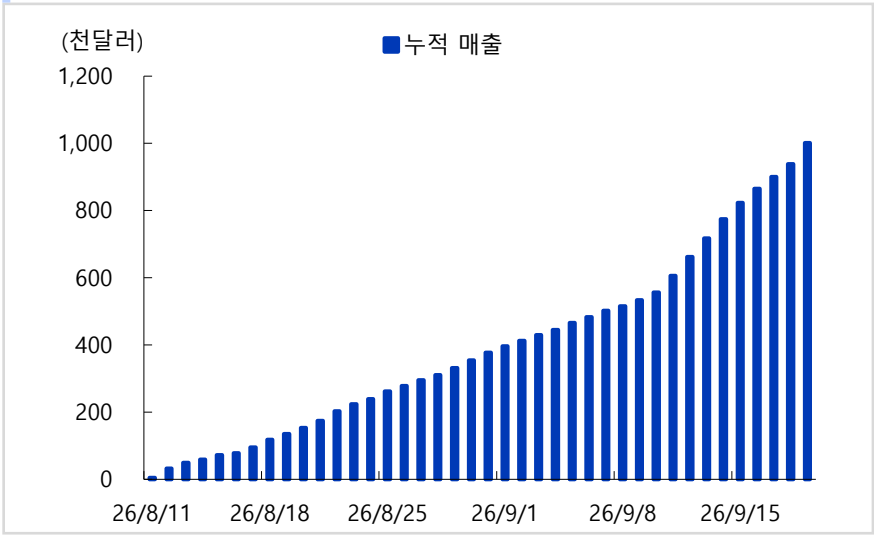
Muse 미국, 캐나다 출시 이후 누적 다운로드 및 DAU



자료: Meta, 교보증권 리서치센터

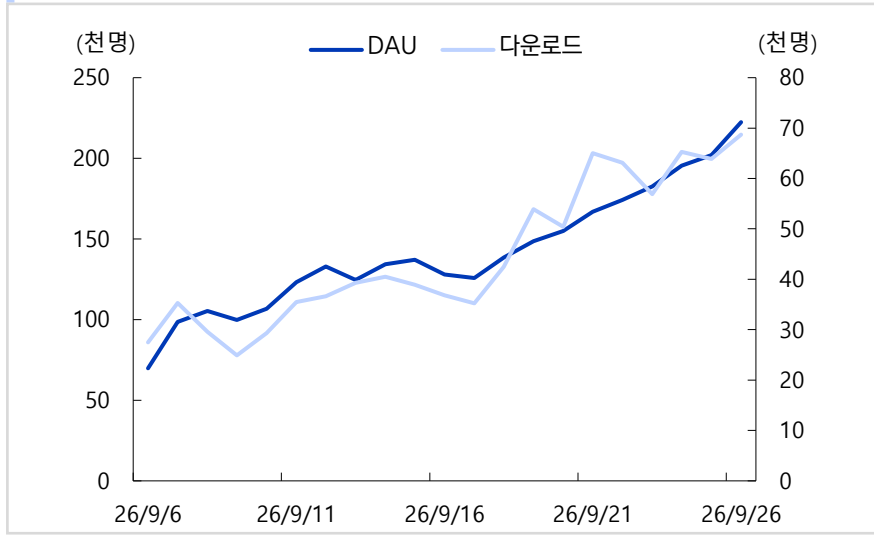
B2C 에이전트는 인터넷의 이용 방식을 어떻게 변화시킬까

Grok Bot 누적 매출 추이 추정 (26/8/11 ~ 9/19)



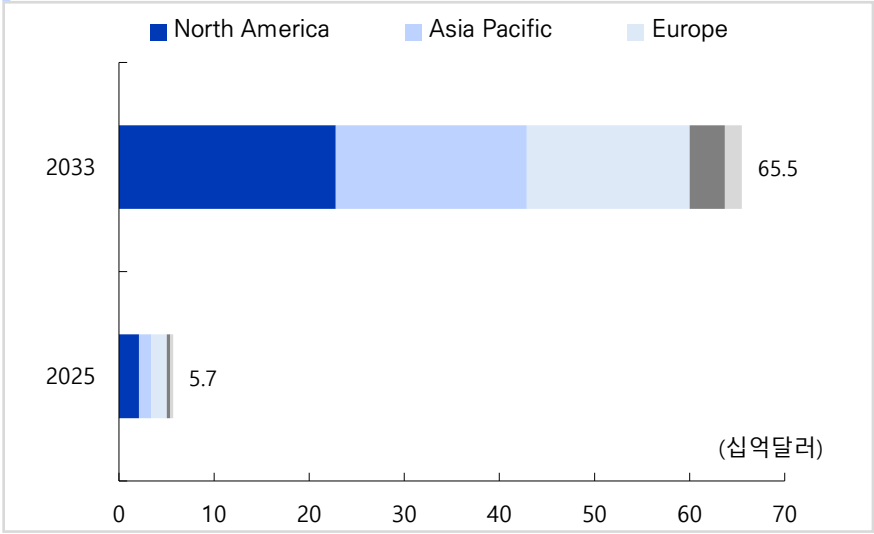
자료: appfigures, 교보증권 리서치센터

Grok Bot DAU & 누적 다운로드 수 추이



자료: SimilarWeb, 교보증권 리서치센터

에이전틱 커머스 지역별 시장 규모 전망



자료: Grandview Research, 교보증권 리서치센터

기관별 에이전틱 커머스 매출 규모 전망치 (침투율 10~25% 수준 가정)

기관	지역	기간	전망	정의
Grand View Research	Global	2033	$65.5B	에이전틱 커머스 플랫폼/솔루션 매출
Bain	US	2030	$300-500B	이커머스 중 AI 관여 매출 규모
McKinsey	US	2030	$900B-$1T	전체 소매 중 AI 관여 매출 규모
McKinsey	Global	2030	$3T-$5T	전체 소매 중 AI 관여 매출 규모
Gartner	Global	2028	$15T	AI에이전트 중개 B2B 구매 지출

자료: 각 기관, 교보증권 리서치센터

B2C 에이전트는 인터넷의 이용 방식을 어떻게 변화시킬까

- Meta에 따르면 쇼핑은 Muse의 가장 보편적인 use case로, Muse 사용자의 25% 이상이 구매와 딜 검색에 사용. Meta는 커머스 도구가 거래에 대해 수수료를 수취하는 수익화 계획을 밝힌 바 있음
- Instinct는 무료 초대제를 바탕으로 함에도, Instinct에 따르면 쇼핑 거래를 기반으로 26년 9월 28일 연환산 거래액 10억 달러를 달성했으며, 여행 카테고리 비중이 약 50%를 차지. 구매 경험이 있는 사용자의 거래액은 월평균 $1,300에 달하며, 주요 use case는 여행, 식당 예약, 장보기, 공연 티켓, 구독 해지, 요금 납부, 환불 추심 등 서비스 거래에 우선 적용되고 있음이 확인
- 보안 및 결제 안정성에 대한 신뢰, 서비스/커머스 업체들의 개방 여부, 책임 소재와 컴퓨팅 제약이 병목으로 지적받고 있으나, OpenAI도 Instant Checkout을 사실상 철수했던 에이전트 커머스 영역에서 use case가 발생하고 있다는 점은 의미가 큼. 또한 업계는 결제 프로토콜의 표준화, 권한 설계, 결제수단 격리로 안정성을 확보하고자 함

기존 서비스 업체들의 에이전트 접근 제한 사례

회사명	산업	조치	명시된 제한 사유	제한의 배후 동기 (추정)
Amazon	이커머스	Meta Muse, Google, OpenAI 쇼핑 에이전트 차단	허가 받지 않음, 에이전트 식별 않음, 자격증명 캡처 의심	광고사업 방어, 자사 에이전트(Rufus, Alexa for Shopping) 보유
Delta Air Lines	항공	제3자 에이전트의 항공권 예약 차단	보한, 계약 미합의	부가수익 방어
Yelp	로컬 리뷰	유료 라이선스 구매한 에이전트 대상으로만 데이터 제공 허용	무단 크롤링 금지	리뷰, 광고 수익화 기반 방어
JPMorgan Chase	은행	에이전트 계정 접속 차단	보안	KYC, MFA, 기기 인식 체계는 사람을 가정으로 설계
Charles Schwab	자산운용	계정 접근 차단	보안, 수탁 책임	기계발 주문 오류의 법적 책임 공백
Citi	은행	외부 자동화 시스템의 로그인 및 이체 차단	규제 준수, 시스템 리스크	책임 공백, 사기 거래 인수 리스크
Temu, Wayfair	이커머스	공격적 봇 차단	악성 봇 문제	스크래핑 방어

주요 B2C 에이전트 적용 프로토콜 정리

프로토콜	주관	신뢰 계층	핵심 메커니즘
ACP (Agentic Commerce Protocol)	OpenAI + Stripe (오픈 표준)	상거래	상품 데이터·체크아웃·결제 흐름 표준화, 판매자 옵트인 방식
AP2 (Agent Payments Protocol)	Google → 2026.4 FIDO Alliance 이관	결제·의도 증명	소비자의 구매 의도를 서명된 'Intent Mandate'로 증명, 결제 수단 무관
Trusted Agent Protocol	Visa	에이전트 인증	에이전트 자격 검증, 악성 봇은 차단 — "검증된 에이전트만 결제 레일 통과"
Agent Pay (+ for Machines)	Mastercard	결제 자격·한도	에이전트별 개별 자격 발급, 소비자 설정 지출 한도를 결제망이 자동 강제
ACE (Agentic Commerce Experiences)	American Express	책임 보장	등록된 에이전트 구매에 업계 최초 구매 보호(피해 시 보상) + Intent Intelligence로 의무 인증
Web Bot Auth	Cloudflare → IETF 표준화	네트워크 신원	에이전트가 HTTP 요청에 암호학적 서명 부착 — UA 문자열 스푸핑 불가능화
MCP	Anthropic / 개방 표준	권한 분리	금융권(Schwab 등)은 조회만 허용하고 자금 이동은 차단

자료: 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터

B2C 에이전트는 인터넷의 이용 방식을 어떻게 변화시킬까

- Meta, xAI, Instinct 뿐 아니라 OpenAI(Dots), Google(AI Mode 쇼핑 광고, Direct Offers), Apple(Siri) 등 매스 트래픽을 확보하고 있는 AI 업체 혹은 플랫폼사들도 B2C 에이전트 시장에 참전하고, 결제와 보안 관련 프로토콜이 구비될 것으로 전망. 이러한 과정을 거치면서 병목 중 ① 보안 및 결제 안정성에 대한 신뢰, ② 책임 소재는 상당 부분 해소될 것으로 예상되나 ③ 기존 서비스 제공 업체들의 사업 방어를 위한 외부 에이전트 접근 제한, ④컴퓨팅 제약은 지속될 것으로 전망
- 산업별 시장은 1) 에이전트 친화적인 생태계(Shopify 등)와 2) 외부 에이전트에 폐쇄적인 생태계로 구분되어 형성될 것으로 전망. 이커머스를 예시로 들면, Amazon, 쿠팡, 네이버 등 기존 거래액 기반 수수료 사업과 트래픽 기반 커머스 광고 사업을 모두 영위하던 업체들은 폐쇄 전략(Walled Garden)을 채택

기존 서비스 업체들의 외부 에이전트 대응 차이

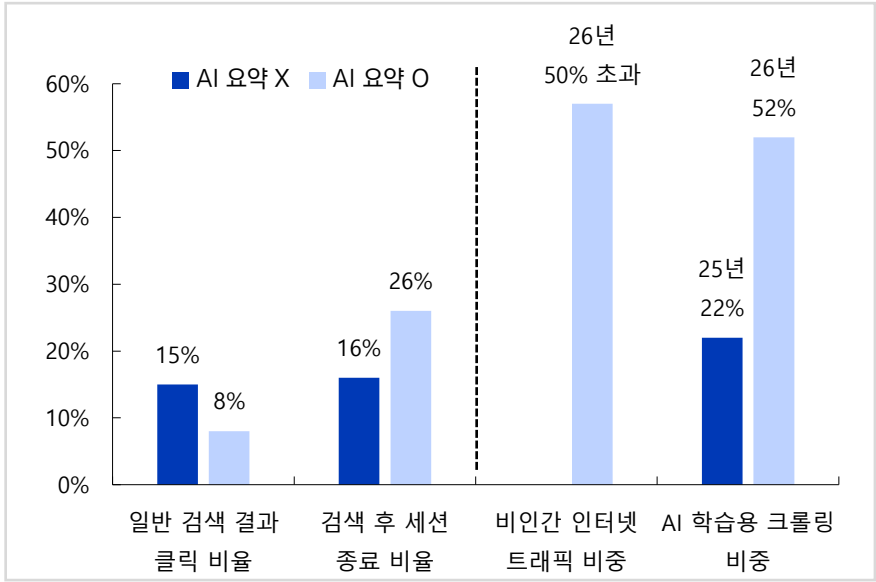
산업	대표 플레이어	대응 방식	핵심 이유
유통/커머스	Shopify, Walmart, Target	개방 — 에이전트 전용 채널(Shopify 에이전틱 스토어프론트, Walmart Agent Gateway, Target의 ChatGPT 앱)	AI 트래픽 전환율이 일반 대비 +60% — 새로운 매출원
결제망	Visa, Mastercard, Stripe+OpenAI, Google	적극 개방 — 에이전트 인증·지출한도 프로토콜(Trusted Agent Protocol, Agent Pay, ACP/AP2)	거래량 자체가 수익, 새 표준 선점
여행(OTA·호텔)	Booking.com, Expedia, Marriott, Hilton	조건부 개방 — ChatGPT 앱·Google AI Mode로 예약 경로 노출, 체크아웃은 자사 플랫폼에서	신규 채널이나 직판 통제는 유지, 아직 room night 1% 미만
배달	DoorDash, Uber Eats	선택적 개방 — ChatGPT 앱으로 검색·탐색 허용, 주문·배달 이행은 자사 플랫폼	에이전트가 못 대체하는 물리적 이행이 경쟁 우위
e-커머스 거대 플랫폼	Amazon, eBay	폐쇄 — 소송(Amazon vs Perplexity), 약관 개정으로 무인 주문 금지(eBay)	광고·Prime·로열티 수익 우회 차단
항공	Delta, WestJet 등	폐쇄 — 서드파티 에이전트 예약 차단	부가수익(좌석·수하물·제휴카드)이 직접 예약에서만 발생
리테일 뱅킹	JPMorgan Chase, Schwab, BofA 등	폐쇄 — 계좌 접근 차단 (단, 잔액 조회 MCP 등 읽기 전용만 예외)	무단 에이전트 로그인 탐지, 출금 오류의 책임 소재 불명
데이터·리뷰	Yelp	유료화 개방 — 라이선스 결제한 에이전트만 허용	데이터 자체가 상품
웹 인프라	Cloudflare	차단 도구 공급 — AI 크롤러 원클릭 차단	사이트 주인에게 폐쇄 선택권 제공

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

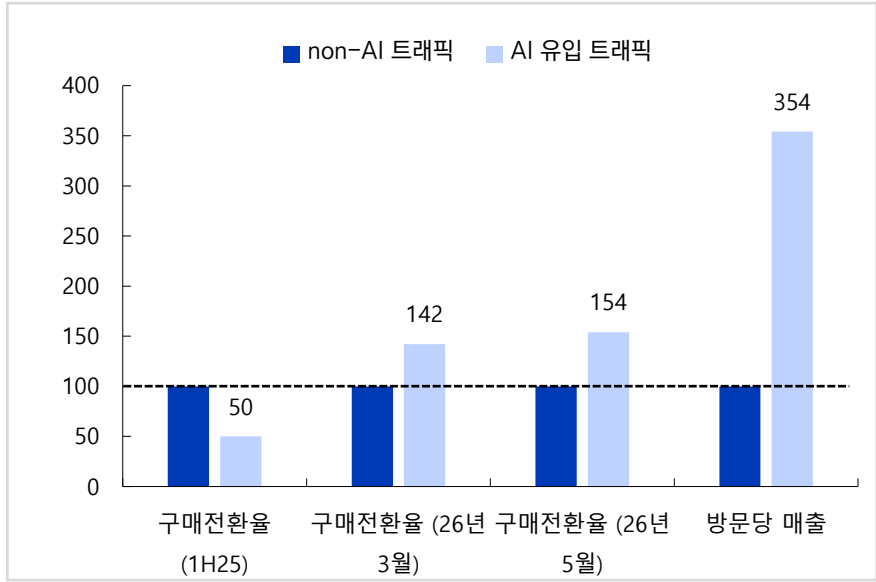
에이전트의 역설: '진짜 사람'의 중요성이 커진다

- 에이전트 보급 본격화로 인터넷의 이용 행태는 2가지의 상반된 방향으로 나타남. ①트래픽 총량은 AI 에이전트 또는 크롤러의 비중이 빠르게 늘고 있지만 웹사이트로의 클릭 유입을 잠식하고 있으며, ②AI를 통해 유입된 인간 직접 방문의 구매전환율은 일반(non-AI) 유입 트래픽보다 더 높게 나타나고 있음. AI가 웹사이트 방문을 대체하지만, 실제 방문하는 사용자는 구매 의도가 상대적으로 뚜렷하기 때문
- Cloudflare의 Agentic Internet 보고서(2026)에 따르면 인터넷 상 비인간 트래픽 비중은 50%를 초과하며, Pew Research(2025년 7월)는 AI 요약이 표시되는 검색에서 클릭 비율은 15%에서 8%로 감소, AI 요약 내 출처 링크 클릭율은 1%에 불과하다고 분석. 한편 Adobe(2026년 5월)에 따르면 AI 유입 직접 트래픽의 구매전환율이 일반 트래픽에 비해 54% 높으며, 그 격차가 벌어지고 있고 방문당 매출도 254% 높음. 트래픽의 양보다는 질이 중요하기에 양질의 트래픽을 유치할 수 있는 UGC를 확보한 플랫폼 위주로 시장 재편 예상

비인간 트래픽 비중, AI 요약 내 클릭률



AI 유입 vs non-AI 트래픽 구매전환율 및 방문당 매출 비교

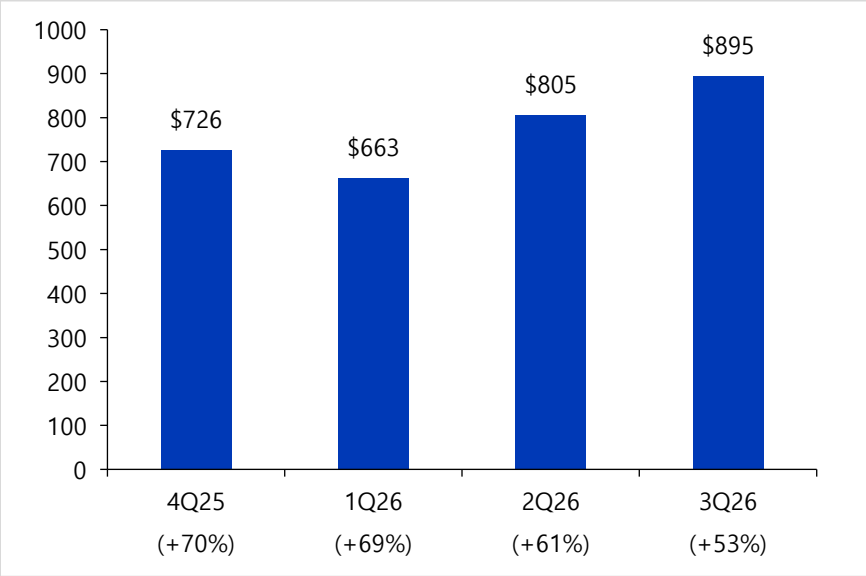


자료: Cloudflare, Pew Research, Adobe, 교보증권 리서치센터. 주: 오른쪽 도표는 non-AI 트래픽에서의 데이터를 기준(100)으로 비교

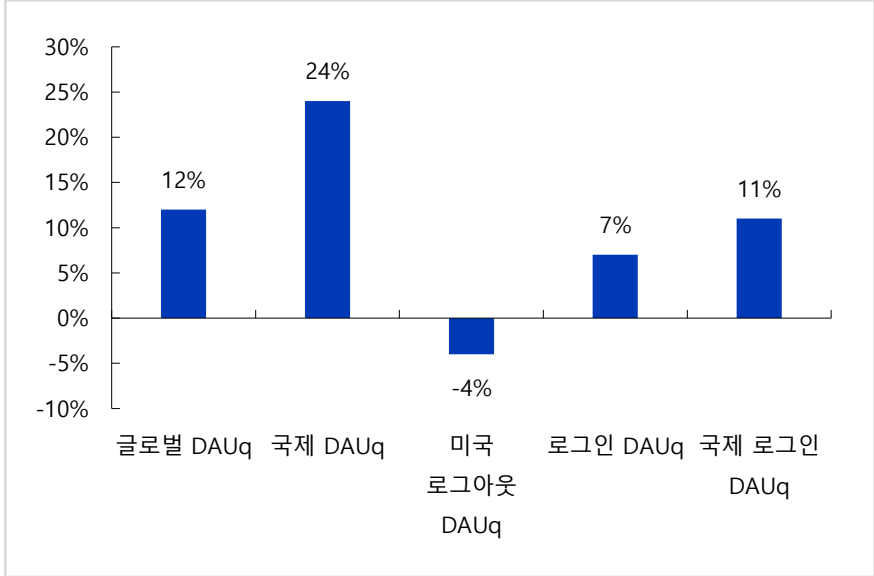
에이전트의 역설: '진짜 사람'의 중요성이 커진다

- AI가 기존 정보를 요약, 재조합할수록 원천 UGC의 가치는 희소성이 커지나, 검색 의존 트래픽의 대가는 치르고 있음. Reddit 3Q26 매출 $895Mn(YoY +53%), ARPU $6.87로 12개월 누적 매출 $3B를 돌파했으나 8분기 연속 60%대 성장은 종료. 원인은 구글 AI Overviews·AI Mode 전환에 따른 검색 유입이 의미있게 감소한 것 — Huffman CEO는 "AI Mode는 트래픽을 만들지 못한다. 우리에게도, 누구에게도"라고 밝히며 4Q26부터 미국 외 로그인 의무화 테스트 착수
- 충격은 검색 의존 로그아웃 사용자에 집중 — 미국 로그아웃 DAUq는 YoY -4%인 반면 로그인·앱 DAUq는 미국 내에서도 분기 순증가. 구글도 3Q26 검색 매출 +12%로 둔화되고 AI Mode 쿼리의 수익화가 기존 검색보다 낮다고 인정해 AI 검색 광고의 카니발라이제이션이 확인됨(쿼리 성장은 5년래 최고). 메타는 3Q26 광고 +26%(노출 +10%)로 견조 — "점점 자동화되는 웹에서, 진짜 인간이 가진 관점의 가치는 그 어느 때보다도 높다"(Huffman)는대로 수익화 주도권은 원천 UGC 보유 플랫폼에 있음

Reddit 분기 매출 및 YoY 성장률 추이



Reddit 3Q26 사용자 지표 YoY 증감률 (%)

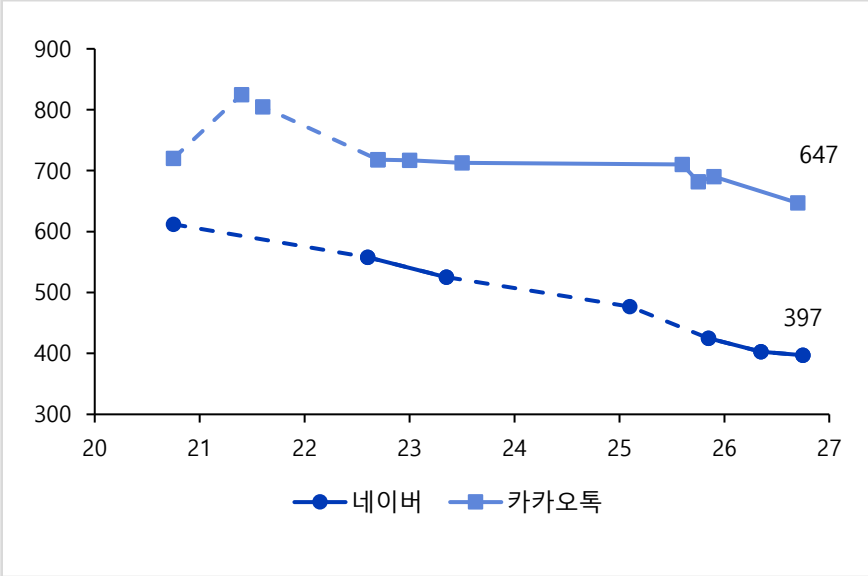


자료: Reddit, Alphabet, Meta, Reuters, CNBC, 교보증권 리서치센터

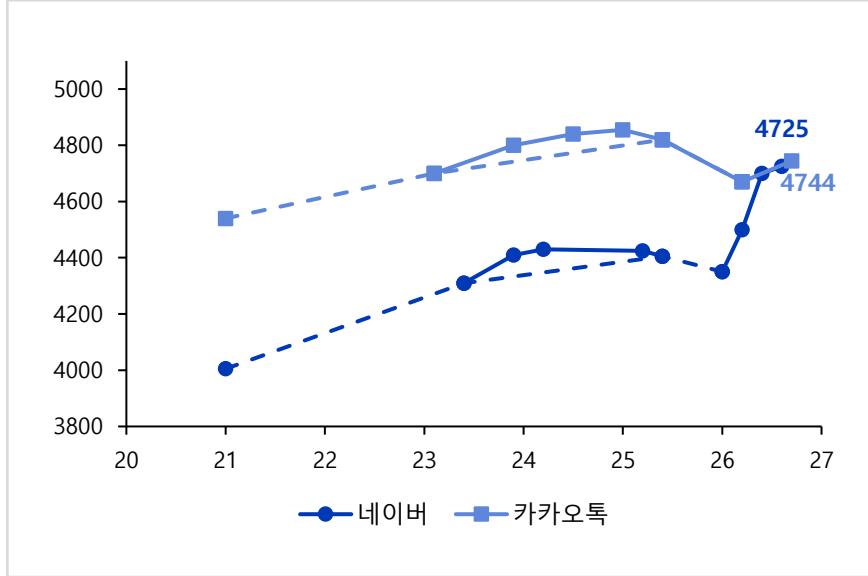
에이전트의 역설: '진짜 사람'의 중요성이 커진다

- 에이전트 도입 본격화기에 국내 B2C 플랫폼의 경우에도 UGC 및 커뮤니티 생태계를 유지 또는 형성해나갈 수 있는지가 관건. 국내에서는 네이버가 카페, 블로그, 플레이스 등 국내 최대 규모의 UGC 풀을 보유하고 국내 최상위권의 쇼핑 생태계를 보유해 MAU는 완만한 증가 추이를 유지하고 있으나, 검색의 AI 전환에 따른 체류 시간 감소 압력은 직접적으로 받고 있음. 1인당 월평균 사용시간은 2020년 9월 612분에서 2026년 8월 397분으로 -35% 감소했으며, 총 사용시간도 2022년 10월 피크 대비 약 -20% 수준으로 축소.
- 반면 카카오는 메신저의 습관적 이용 특성 덕에 체류 방어력이 상대적으로 강함(피크 대비 -10~-18%). 국내 플랫폼의 27년 관건은 ▲네이버의 AI 광고 수익화 및 UGC 권리자 지위 확보 ▲카카오의 톡 접점 기반 에이전트 배치로 요약됨

네이버 vs 카카오톡 1인당 월평균 사용시간 추이 (분/이용자·월)



네이버 vs 카카오톡 MAU 추이 (만 명)



자료 : 각사 보도자료, 와이즈앱, 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

B2C – 국내 업체들의 에이전트 대응 방식

- 글로벌과 달리 국내는 검색(네이버)과 메신저(카카오)라는 상이한 접점에서 에이전트화에 대응하고 있음. 네이버는 AI 브리핑(월간 순 이용자 약 3,000만 명)과 AI 탭(MAU 1,000만 명)을 축으로 검색 UI를 AI 요약 중심으로 전환 중이며, 26년 7월부터 AI 브리핑 지면 광고를 개시하며 AI 검색 광고의 선제 수익화에 착수. 한편 26년 9월 플레이스 에이전트(네이버지도 앱 기반 대화형 장소 탐색 및 예약 AI 서비스) 런칭으로 네이버지도를 중심으로 축적된 로컬 UGC에 대한 자체 에이전트 형성 시도. 로컬/오프라인 정보는 외부 에이전트가 상대적으로 접근이 어려운 영역으로, Npay Connect 단말기 배포를 통해 확보한 오프라인 결제 데이터는 로컬 UGC와 결합될 경우 진입 장벽으로 기능 가능. 여기에 더해 26년 내 신규 개인형 AI 에이전트 앱을 출시 예정
- 카카오는 자체 SLM '카나나'를 카톡 어디서나 호출하는 AI 레이어 '카나나 스페이스'로 고도화(26.12 CBT → 27.3 퍼블릭 런칭)하고, PC용 에이전트 빌더 '칸바스'(26.12 출시)로 실행 영역을 확장. 국내 최대 접점(MAU 4,700만대) 위에 실행 완결형 에이전트를 얹는 전략으로, 양사 공통으로 트래픽 진입점 유지와 자체 데이터·UGC 권리 확보가 방어 조건

국내 B2C 플랫폼의 에이전트 대응 비교

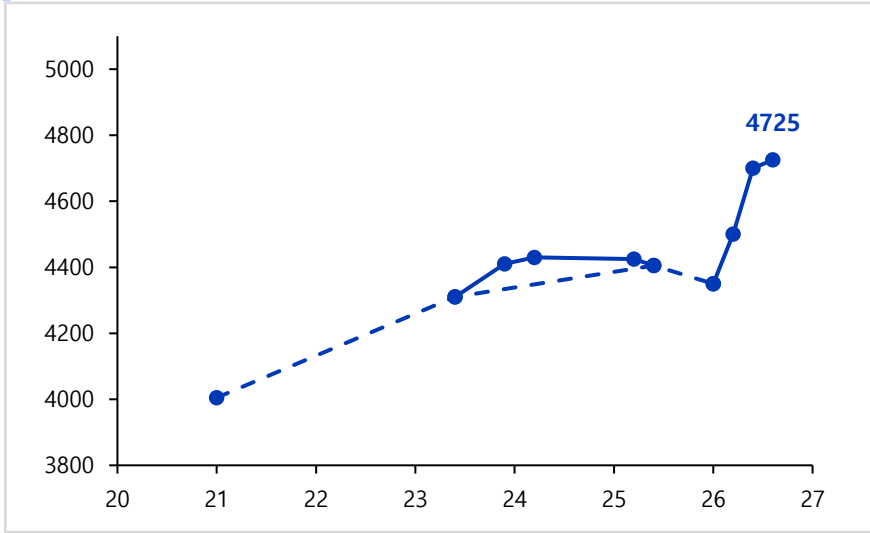
구분	네이버	카카오
주력 접점	검색·뉴스·커머스 (카페, 블로그, 쇼핑, 플레이스)	메신저 (카카오톡, MAU 4,700만대)
AI 자산	AI 탭(MAU 1,000만 명), AI 브리핑 (월 순 이용자 3,000만), HyperCLOVA X	카나나 SLM·옴니 모델 '카나나-o' (온디바이스 우선, 카나나-o 오픈소스 공개 예정)
에이전트 대응	AI 브리핑 지면 광고 (26.7월 개시), 애드부스트	카나나 스페이스 레이어 (26.12 CBT, 27.3 퍼블릭), 칸바스 PC 에이전트 (26.12 출시), AI 컨덕터
이용지표 (체류)	1인당 사용시간 -35% (20.9월→26.8월), 총 사용시간 피크 대비 -20%	1인당 사용시간 -10~-18%, 총 사용시간 피크 대비 -3%
27년 관건	AI 광고 단가 정상화 속도, UGC 권리자 지위	스페이스 퍼블릭 런칭 후 톡 내 비즈쿼리 수익화, 에이전트 실행 완결율, 해외 MAU 반등 지속

자료 : 각사 보도자료, 와이즈앱, 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

NAVER - 검색의 AI 전환: UGC 생태계가 방어의 핵심

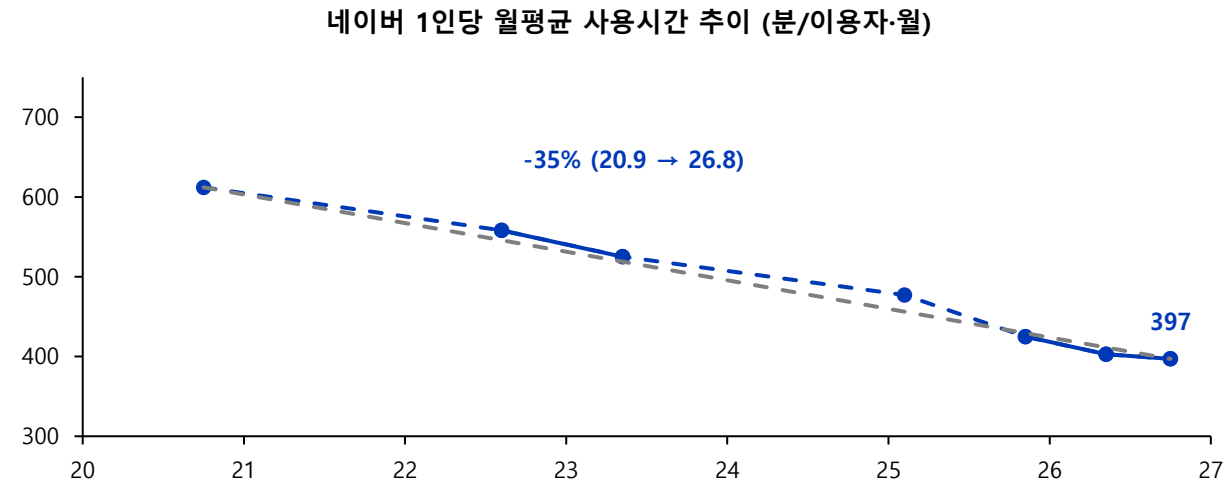
- 광고는 애드부스트 확대에 더해 26년 7월 AI 브리핑 지면 광고를 개시하며 AI 검색의 수익화 국면에 진입 (AI 브리핑 월간 순 이용자 약 3,000만 명). AI 브리핑 기반 광고는 기존 키워드 광고 대비 전환율은 3배, 단가는 30% 높은 것으로 파악. 26년 말 전체 쿼리 중 AI 브리핑 비율 40%, 27년 내 50% 이상 달성 전망. NAVER 내의 UGC 생태계를 유지한다는 가정 하에 기존 광고와의 일부 카니발라이제이션에도 불구, 광고 매출 성장의 요인이 될 것으로 전망
- 이용지표상 검색 체류는 1인당 월평균 612분(20.9월) → 397분(26.8월, -35%)으로 구조적 감소 중이나 MAU는 4,700만대로 견조. 27년 핵심 변수는 ① AI 광고 인벤토리의 확산 속도, ② 플레이스 에이전트 성공적 운영, ③ 에이전틱 검색 시대에서 UGC 생태계 방어 여부

네이버 MAU 추이 (만 명)



주: 실선=와이즈앱, 점선=모바일인덱스 (측정 패널 간 수준 차이 존재)

네이버 1인당 월평균 사용시간 추이 (분/이용자·월)

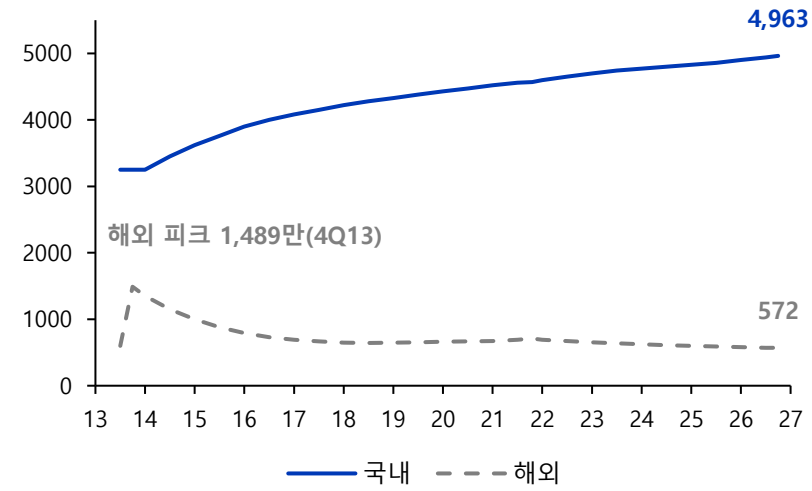


자료 : 각사 보도자료, 와이즈앱, 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

카카오 - 카나나 스페이스: 최대 접점의 에이전트화

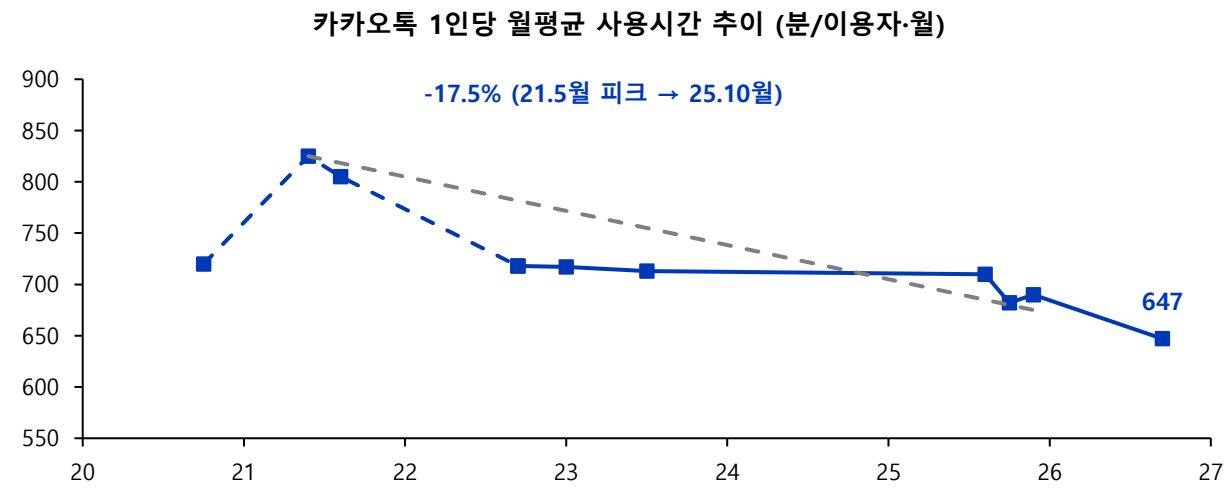
- 카카오의 경우 네이버와 마찬가지로 MAU는 완만한 상승을 지속하는 가운데 체류시간의 감소가 이어지고 있음. 메신저 체류시간의 완만한 감소(피크 대비 -10~18%) 속에서 광고 노출 효율 개선을 통한 대형~중소형 광고주 확대를 통해 톡비즈 매출 성장을 이루고 있음. 메신저 카카오톡의 에이전트화의 성공 여부가 가장 중요한 상황이며, 이는 Whats App, iMessage 등을 통해 작동하는 Meta Muse, Instinct의 진입점과 유사
- AI는 카톡 어디서나 호출하는 레이어 '카나나 스페이스'(26.12 CBT, 27.1 약관 동의, 27.3 퍼블릭 런칭)와 PC용 자율 에이전트 빌더 '칸바스'(26.12 출시)로 접점을 확장하며, 옴니 모델 '카나나-o'는 오픈소스 공개 예정. 27년 관건은 톡 접점 위 에이전트 상거래(선물하기·페이·외부 파트너) 연결과 비즈쿼리 수익화(톡비즈 AI 신규 매출 가이던스 10%) 속도

카카오 MAU 추이 (국내·해외, 만 명)



- 주: 해외 MAU는 1Q14 피크(1,489만) 이후 약 10년간 축소, 25~26년 반등

카카오 1인당 월평균 사용시간 추이 (분/이용자·월)

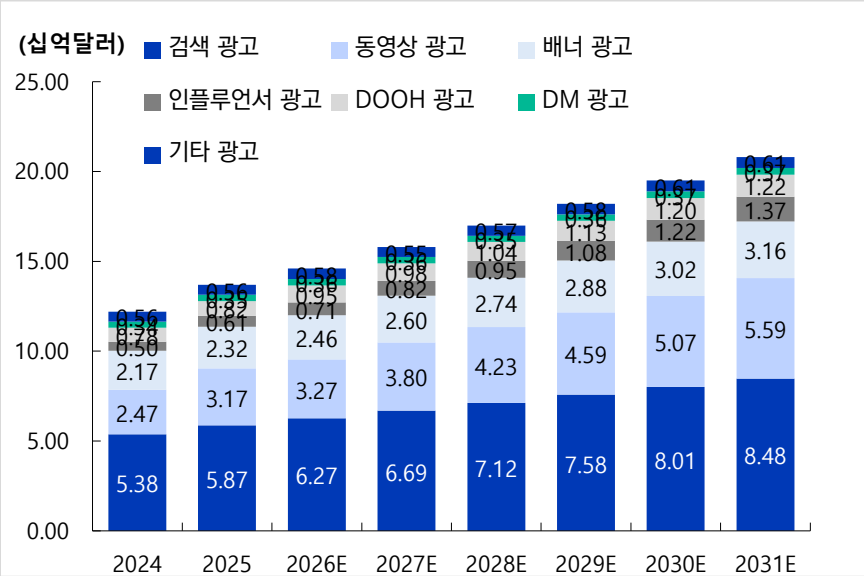


자료 : 각사 보도자료, 와이즈앱, 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터

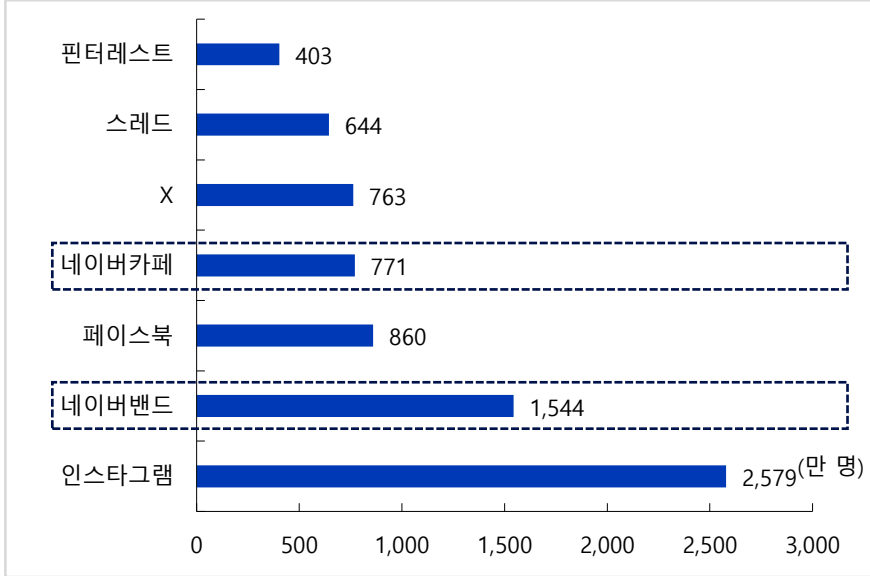
27년 국내 온라인 광고 시장 전망

- 2027년 국내 온라인 광고 시장은 검색(YoY +6.7%) 및 동영상(+16.2%), 인플루언서(+15.5%) 광고가 상대적으로 견조한 성장을 보이며 YoY +8.2% 성장할 것으로 전망. 배너(디스플레이) 광고의 성장은 지속 둔화 예상 (출처: Statista)
- ① 26년 기준 검색 광고 비중이 43.1%로 글로벌(38.8%) 대비 높은 국내 시장에서 AI 검색 광고의 침투가 확대되는 한편, ② 인간 상호작용과 체류시간에 기반한 소셜미디어(YoY +14.7%), 인플루언서(+15.0%), 숏폼 동영상(+36.6%) 광고 성장률이 높게 나타날 것으로 추정
- 두 이슈 모두에서, 플랫폼 내 커뮤니티 및 UGC 확보 여부가 국내 플랫폼사들의 가장 중요한 방어 요소. NAVER 광고 매출은 밴드, 카페, 플레이스, 블로그, 쇼핑 등 커뮤니티 및 커머스 중심 UGC를 바탕으로 검색 광고 시장 성장률을 상회하는 +7.6%를 기록할 것으로 예상하며, 카카오 광고 매출은 카나나 스페이스 및 AI 검색 런칭 후 메신저 외 유저 행태 확보로 +13.3% 성장 전망

국내 디지털 광고 유형별 시장 규모



국내 소셜 미디어 MAU Top 7 (26년 1~6월 평균)

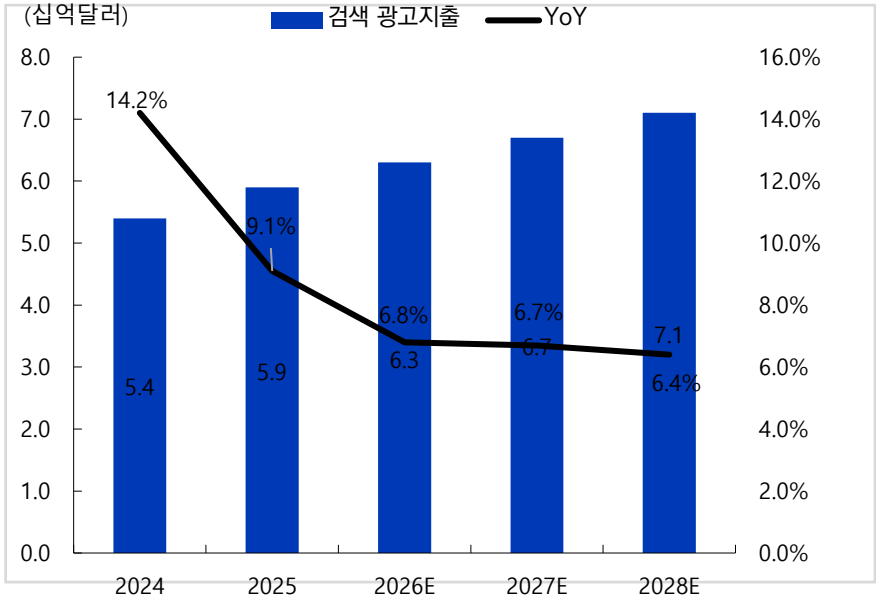


자료: Statista, 모바일인덱스(26.07), DMC리포트, 교보증권 리서치센터

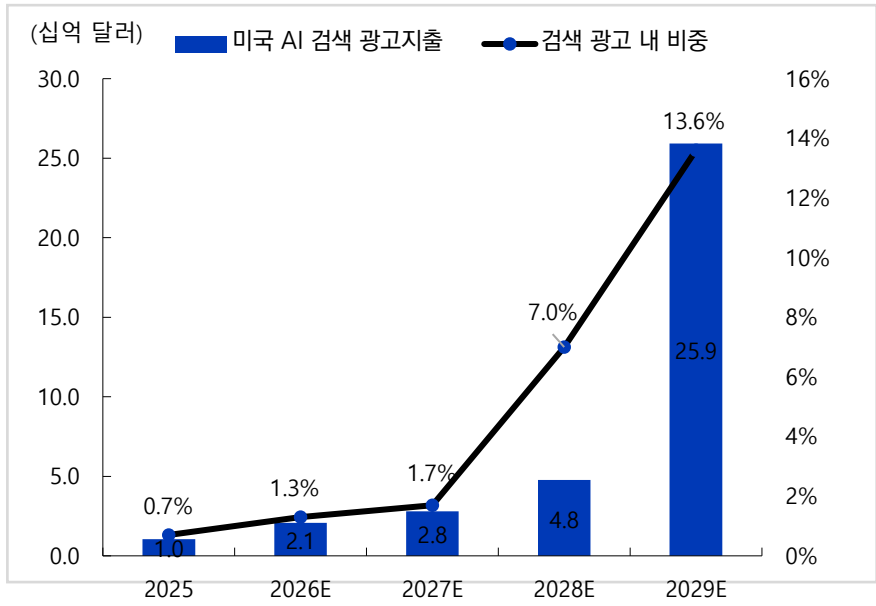
27년 국내 온라인 광고 시장 전망: 검색 광고 시장이 격전지

- 27년 검색 광고 시장은 1) AI-Native 서비스 (Chat GPT, Claude 등)의 성장, 2) Google, 네이버 등 기존 검색 서비스들의 AI 검색 강화 및 광고 BM 도입, 3) 카카오의 검색 시장 진출으로 경쟁이 격화될 것으로 전망
- 기존의 검색 서비스 제공자들은 AI Overview & Mode (Google), AI 브리핑 & 탭 (네이버) 등 자체 AI 검색 강화를 통해 경쟁에 대응하지만, 기존 검색 광고 매출과의 카니발라이제이션 발생으로 매출 성장률은 제한될 것. 네이버의 경우 플랫폼을 지탱해온 요소가 검색 엔진 본연 기능이 아닌 플랫폼 내 UGC이기에, UGC 생태계를 유지하는 한 광고 시장 성장에 상응하는 성과 예상
- 카카오는 카나나 스페이스 퍼블릭 런칭(27년 3월)과 AI 검색 도입 이후 카카오톡을 통한 외부 웹으로의 연결 행태가 형성되는지가 주목 포인트. 카카오톡에서 일간 수억 건의 링크가 전송되는 것으로 추정되며, 이를 검색 서비스로 연결시킬 잠재력이 있다고 판단

국내 검색 광고 시장 규모 추이 및 전망



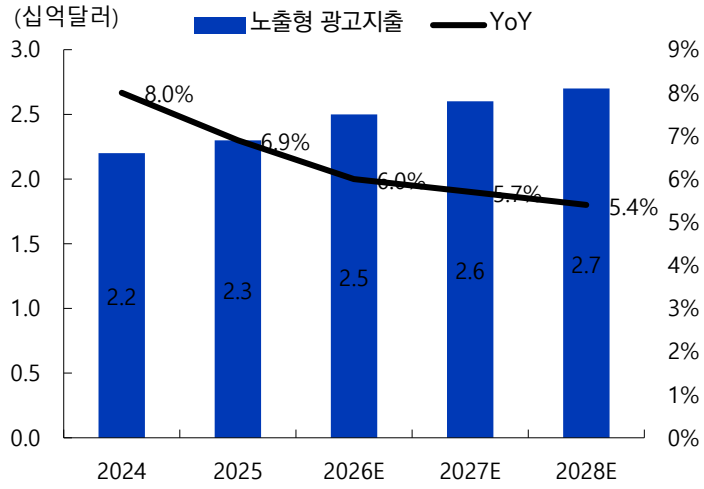
미국 AI 검색광고 시장 규모 및 검색 광고 내 비중 전망



자료: Statista, Emarketer, DMC리포트, 교보증권 리서치센터

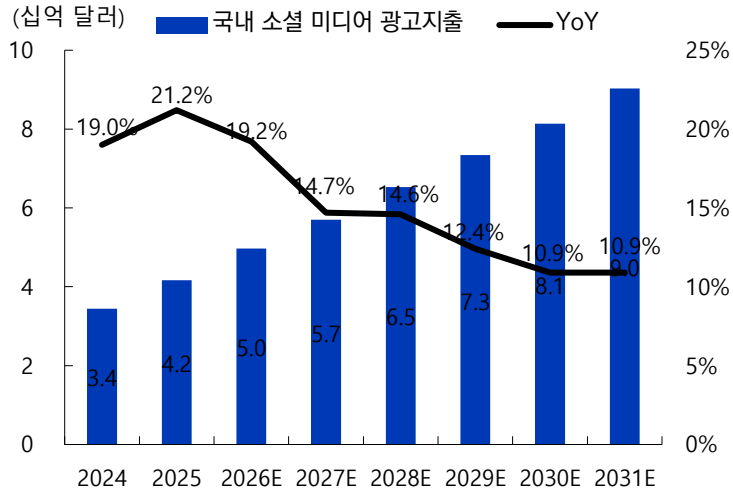
Appendix: 온라인 광고 시장 관련 차트

국내 노출형(디스플레이) 광고 시장 규모 추이 및 전망



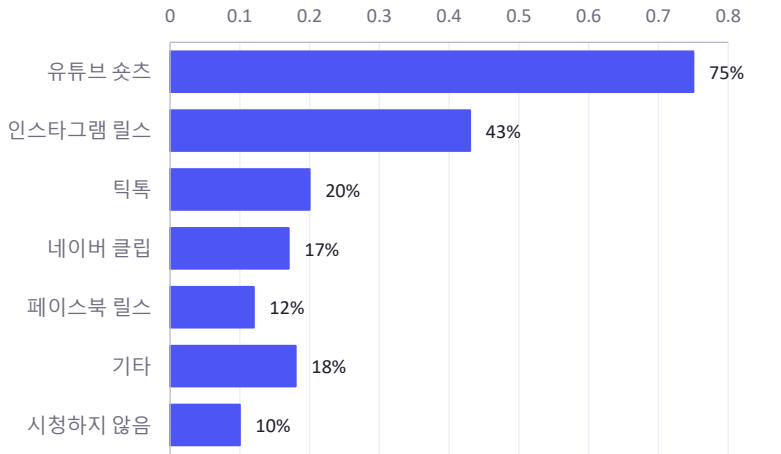
자료: Statista, DMC리포트, 교보증권 리서치센터

국내 소셜 미디어 광고 시장 규모 추이 및 전망



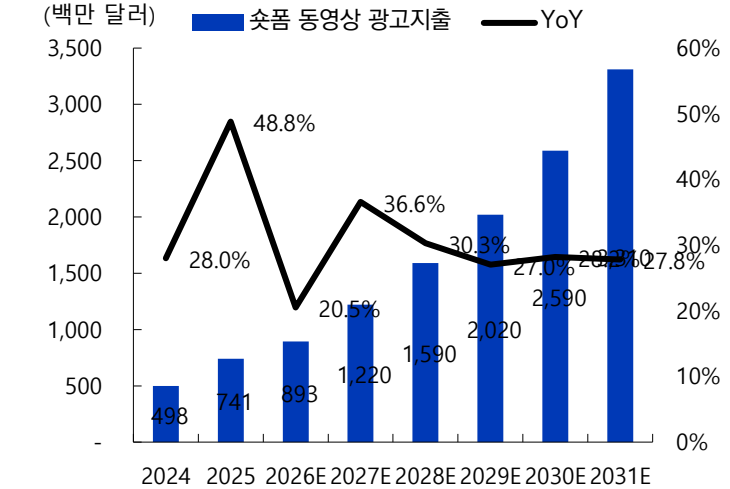
자료: Statista, DMC리포트, 교보증권 리서치센터

국내 숏폼 영상 시청 플랫폼 (복수응답)



자료: 컨슈머 인사이트, DMC리포트, 교보증권 리서치센터

국내 숏폼 동영상 광고 시장 규모 추이 및 전망



자료:Statista, DMC리포트, 교보증권 리서치센터

KYOBO
교보증권

2027



Ⅱ. B2B :
국내 AI 인프라 업체들은 이제 성장 시작이다

27년 AX 본격화: MSP 매출 성장 요인

- 2H26부터 AI 인프라 기업들의 MSP 매출은 산업별 고객사들의 AI 도입 따른 실제 클라우드 사용량 증가와 사내 AI 에이전트 구축 본격화에 따라 성장률이 높아지고 있음
- 특히 금융권의 경우 3세대 인프라 구축 사이클과 기업 AX 수요가 맞물려 매출 상방 요인으로 작용하고 있음. 3세대 인프라는 유닉스 기반의 2세대와는 다르게, x86 서버와 리눅스 기반으로 마치 클라우드처럼 유연한 운영이 가능한 것이 특징. 26~27년 2년간 차세대시스템 포함 금융권 대형 IT 프로젝트 발주는 2조원 이상일 것으로 추정. 단순 시스템 세대 교체라기보다는 기술 기반 전환과 AI 적용을 위한 인프라 추가의 개념이기에 규모가 크며, 지속적인 MSP 반복 매출 창출

전망기관별 글로벌 MSP 시장 전망

전망기관	기준 규모(26년)	전망 규모(연도)	연평균 성장률
Mordor Intelligence	$430.6bn	31년 $758.9bn	약 12%
Grand View Research	$437.3bn	33년 $847.4bn	+9.9%
MarketsandMarkets	–	31년 $705.2bn	+8.9%
Fortune Business Insights	$370.5bn	34년 $1,118.2bn	약 15%

금융권 차세대 시스템 주요 발주 현황

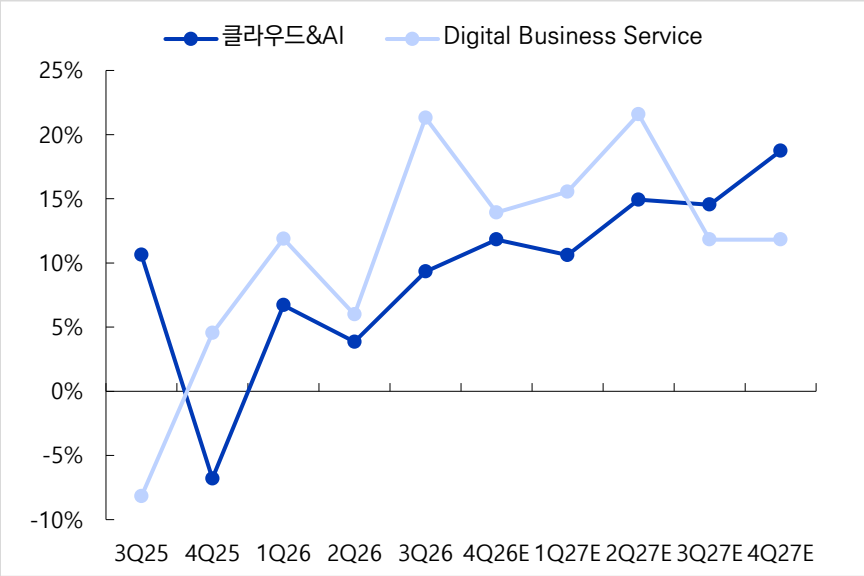
발주 기관	사업 (사업자)	규모 (추정)
NH농협은행	계정계 차세대 '네오' (LG CNS)	1단계 3,055억 원
KB국민은행	코어뱅킹 현대화 (LG CNS)	4,000억 원대
새마을금고 중앙회	계정계 최신화 구축 (LG CNS 수주)	2,500억 원
신협중앙회	차세대시스템 ('27년 발주)	2,000~2,100억 원

자료: Mordor Intelligence, Grandview Research, MarketsandMarkets, Fortune Business Insights, 디지털데일리, 교보증권 리서치센터

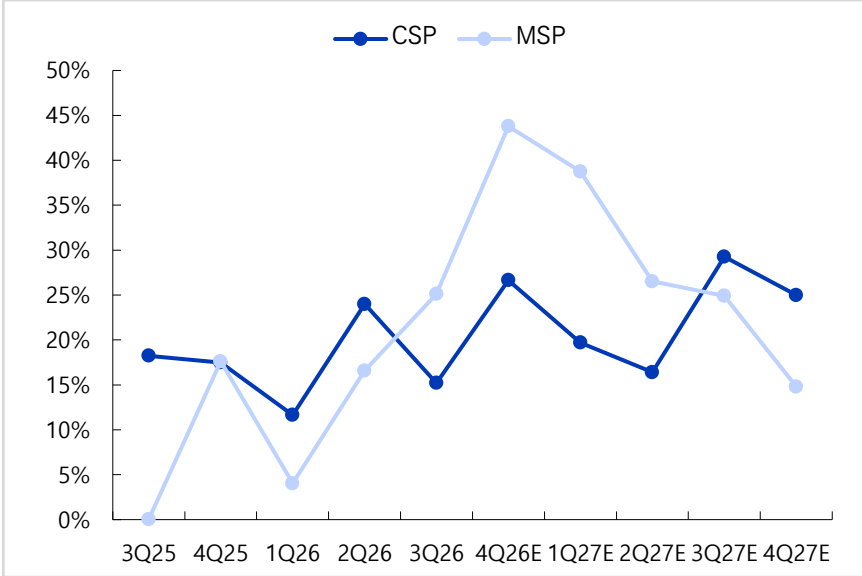
27년 AX 본격화: MSP 매출 성장 요인

- 2026년 대비 2027년 주요 SI사들의 MSP 매출 성장은 더 크게 나타날 것으로 예상. LG CNS의 경우 3Q26 클라우드&AI 부문 성장 YoY +9.3%로 반등을 시작으로 27년 +15.2% 성장 전망(AI 팩토리 포함 기준). 금융권 차세대 인프라 구축과 AX로 Digital Business Service 매출은 3Q26 +21.3% 반등을 시작으로 27년 YoY +14.8% 성장 전망
- 삼성SDS의 MSP 부문 역시 역시 3Q26 YoY +25.1%를 시작으로 성장기 돌입. 금융, 공공, 국방 카테고리의 차세대 인프라 사업 및 AX 사업 본격화와 제조 ERP, 유통서비스 핵심 시스템 현대화 수요 증가로 2027년 YoY +25.0% 성장 전망

LG CNS 클라우드&AI 및 DBS 매출 YoY 성장률 추이 및 전망



삼성 SDS CSP 및 MSP 매출 YoY 성장률 추이 및 전망

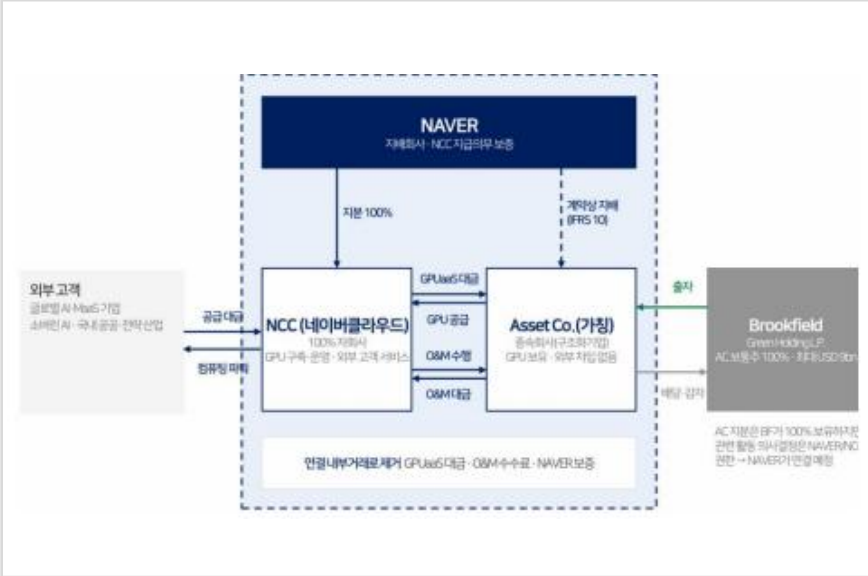


자료: 기획예산처, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

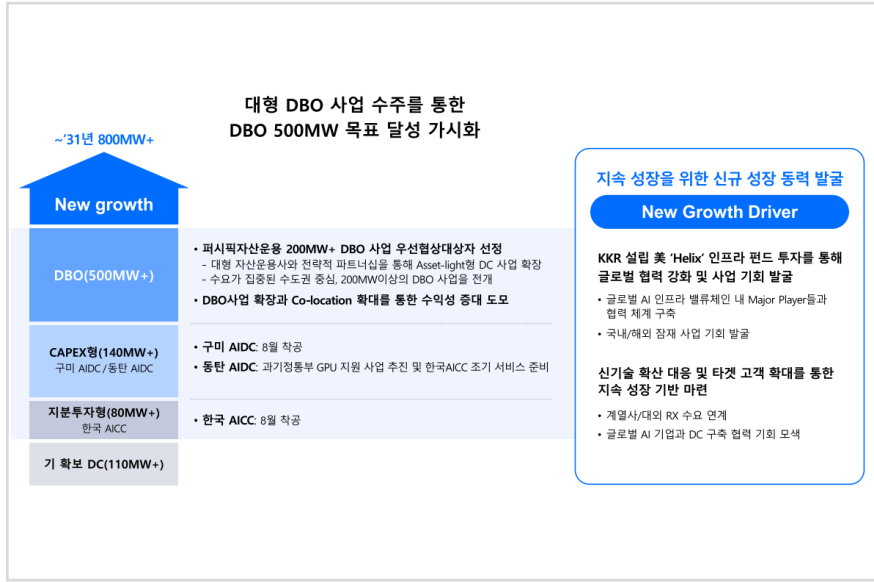
AI DC 사업의 본격 시작

- 27년 주요 기업별 AI DC 프로젝트 본격 개시. ①NAVER의 AI 팩토리 사업(27년 100MW, 28년 200MW 구축 및 가동), ②LG CNS의 AI 팩토리 레퍼런스 사이트(27년 6월 30일 NVIDIA 베라루빈 3,814억원 규모 취득, 2H27 가동), ③삼성SDS의 정부 GPU 구축, 운용 2차 사업(B300 2,016장, 베라루빈 1,008장. 이 중 B300 1,200장 매출화) 수행과 구미 AI DC 건설, ④NHN의 정부 GPU 구축, 운용 1차 사업(B200 7,656장 중 1,536장 매출화) 지속 수행 및 27년 내 62MW DC 추가 확보 및 가동이 여기에 해당
- SI사들은 자체/리스 DC에 기반한 GPUaaS 사업 외에도, AI DC DBO 및 코로케이션 사업으로도 진출하고 있는 상황. Ⓐ LG CNS는 DBO/코로케이션 시장의 검증된 강자로 해외를 포함한 지속 수주 및 매출 창출 예상되며, ⓑ삼성SDS는 퍼시픽 자산운용이 추진하는 수도권 200MW 이상 규모 DBO 사업 우선 협상 대상자로 선정되어 이르면 26년 말부터 설계 및 구축 시작, 29년부터 순차적으로 가동 예정. ⓒ롯데이노베이트도 용인, 안산, 하남 등 누적 110MW(계약금액 누적 1,300억원) 규모의 DBO 계약 수주.

네이버 AI 팩토리 사업구조도 (한국신용평가, 26.10.29)



삼성SDS AI 인프라 사업 추진 현황



자료: 한국신용평가, 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

자금조달 이라는 글로벌 병목, 국내 AI 인프라 기업들은 괜찮을까?

- 글로벌 AI 인프라 조달 구조에 대한 의문이 신용시장에서 표면화. 네오클라우드 CoreWeave는 S&P B+·Fitch BB+·Morningstar DBRS BB의 하이일드 등급 아래 2032년 만기 선순위채 수익률이 16%를 상회하고 5년 CDS는 6월 약 500bp에서 10월 1,100bp를 돌파한 뒤 11월 초 1,290bp까지 급등, 부채 356억 달러(26년 중반) 아래 잉여현금흐름은 마이너스 지속
- Oracle은 S&P 최하 투자적정 등급(BBB-)으로 정크 강등 리스크가 제기되고 5년 CDS는 사상 최고 288bp를 기록. Meta는 하이퍼리언 273억 달러 SPV채에 이어 7월 125억 달러 채권을 7.53%로 조달하는 등 비용 상승 중이며, 950억 달러 규모 주식발행(주주희석)도 병행
- OpenAI와 Anthropic은 각각 BB+(정크)과 BBB로 투자적정 경계선에 위치. S&P는 하이퍼스케일러 6개사가 2030년까지 7조 달러를 지출하며 리스크가 미검증 기업과 그림자금융에 집중된다고 경고. 올해 AI 부채 발행은 이미 5,000억 달러 돌파

주요 AI 관련 기업 신용등급 및 시장 신호

구분	신용등급	주요 시장 신호
CoreWeave	S&P B+ / Fitch BB+ / DBRS BB	채권 수익률 16%↑, CDS 1,290bp 스파이크, FCF 적자
Oracle	BBB-(S&P), 강등 리스크	CDS 288bp 사상 최고, 10Y 금리 7.5%
Meta	본체 A등급권	신규 채권 7.53%, $950억 주식발행(희석)
OpenAI	BB+ (비의뢰 평가)	EBITDA 마진 -33%, 30년까지 $8,560억 지출 계획
Anthropic	BBB (비의뢰 평가)	향후 인프라 커밋먼트 $9,000억

AI 인프라 부채 발행 규모 급증

항목	수치	비고
26년 AI 부채 발행(누계)	$500B+	25년 동기 $101B의 약 5배 (10월 하순 기준)
26년 전체 전망	~$570B	Morgan Stanley 추정
26년 Capex 중 부채조달 비중	~33%	Goldman Sachs 추정
하이퍼스케일러 6개사 지출 전망	$7T	S&P, 2030년까지 누계

자료: S&P, Fitch, Morningstar DBRS, AIR Platforms, Morgan Stanley, Goldman Sachs, CNBC(26.11.6), Forbes(26.10.22), 교보증권 리서치센터

자금조달 이라는 글로벌 병목, 국내 AI 인프라 기업들은 괜찮을까?

- 국내 5개사는 모두 현금성자산이 차입금을 상회하는 순현금 상태. 네이버는 연결 현금성자산 8.4조 원, 차입금 3.9조 원 및 순현금 +1.8조 원을 유지 중이며, 삼성SDS는 현금성자산 6.4~6.6조 원(총자산의 절반 가량), 카카오는 8~9조 원의 현금성자산을 보유한 가운데 순차입금 -4조 원 내외의 순현금 상태
- LG CNS는 IPO 실탄 반영으로 순현금 1.6조 원을 확보. NHN의 부채비율은 94%(26년 추정)로 5개사 중 상대적으로 높으나 총차입금 절대액은 2,700억 원 수준에 불과해 이자부담은 미미
- 글로벌 네오클라우드의 '수익 실현 이전 선제적 차입 + SPV/오프밸런스' 구조와 대비해, 국내 기업들은 자기자본 중심의 재무 구조 위에서 투자를 집행하고 있어 신용 리스크의 발생 구조 자체가 상이. Anthropic, OpenAI, Meta 등 주요 AI 개발/운영사들의 자금조달 난항 시 AI 투자 집행 감소로 인한 수요 제한이 유일한 리스크이며, 글로벌 경쟁사 자금 제한은 오히려 침투 기회 요소라고 판단

기업별 재무 지표 (26년 2Q말 연결 기준)

회사	현금성자산	차입금	순현금	부채비율
NAVER	8.4조	3.9조	+1.8조	44%
삼성SDS	6.4~6.6조	소액	순현금 6조+	42%
LG CNS	1.6조	소액	+1.3조	65%
NHN	1.8조	0.27조	순현금	94%
카카오	8~9조	소액	-4조(순현금)	77%

글로벌 네오클라우드와의 구조적 차이

구분	글로벌 네오클라우드	국내 AI 인프라 기업
재무 출발점	대규모 차입·SPV, FCF 적자	전원 순현금 상태
신용등급	B~BB+ (하이일드)	AAA~A 등급권 (삼성 계열 등)
조달 시장	하이일드채·사모부채 의존	자체 현금·은행·회사채
투자 방식	선제적 구축 후 수요 탐색	계약 확정 후 투자 (수요기반)

자료: 각사 IR, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

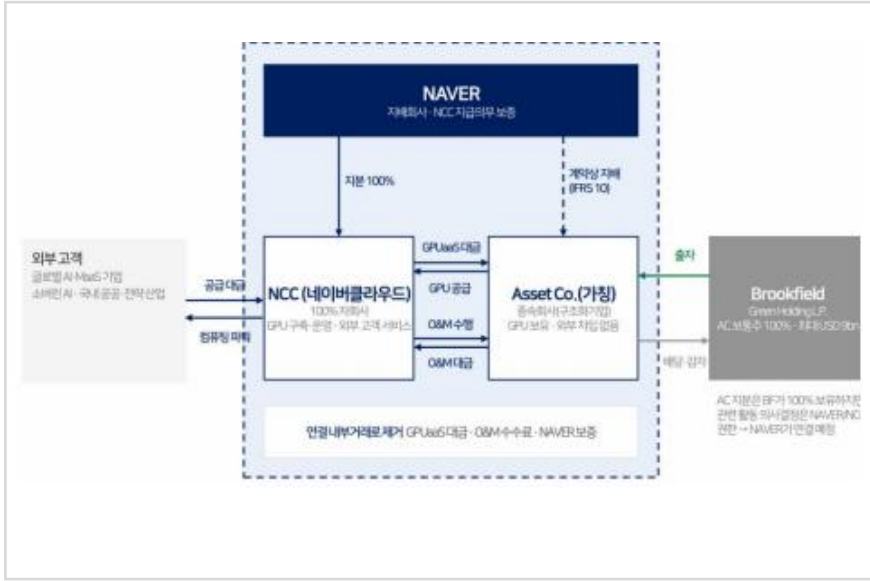
자금조달 이라는 글로벌 병목, 국내 AI 인프라 기업들은 괜찮을까?

- ①네이버: 최대 90억 달러 GPU 매입대금은 브룩필드가 SPV를 통해 출자, 네이버의 직접 조달 부담 없음. 18.7조 원 지급보증은 전액 집행 가정의 명목 총액으로 아직은 확정 지급의무가 없고, 브룩필드 출자원금·배당·투자수익률·GPU 잔존가치는 보증 대상 제외(한국신용평가, 26.10.29)
- ②삼성SDS: 현금성자산 6.6조 원 + CB 1.2조 원 기반으로 31년까지 10조 원 투자 계획을 제시(보유 유동성·영업현금흐름으로 커버)
- ③LG CNS: 순현금 1.6조 원으로 GPU 3,814억 원 구매를 충당, 입주 계약 100% 확정 후 투자하는 수요기반 구조
- ④NHN: 현금성자산 1.8조 원 대비 차입금 2,700억 원으로 DC 확보와 GPU 확보를 (27년 60MW 추가)을 자체+정부 여력으로 감당, 정부 GPU 사업은 정부 부담형 수주 구조

기업별 AI 인프라 투자 규모 및 조달 구조

회사	투자 계획	조달 구조
NAVER	최대 $90억 (27년 100MW → 28년 200MW)	브룩필드 Asset.co 출자 + 엔비디아 유상증자 $10억
삼성SDS	31년까지 10조 원 (230MW 이상)	현금성자산 6.6조 + CB 1.2조 + 영업CF
LG CNS	GPU 3,814억 + 인니 AIDC	IPO 실탄(순현금 1.6조), 수요기반 투자
NHN	27년 62MW 추가 확보	현금성자산 1.8조 vs 차입금 0.25조
카카오	인프라 대규모 투자 배제	현금성자산 8~9조 유지

네이버 AI 팩토리 사업구조도 (한국신용평가, 26.10.29)

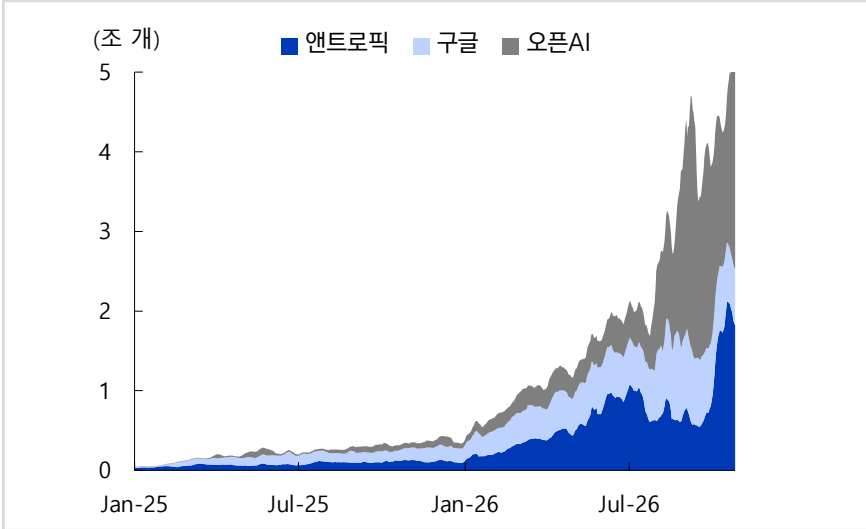


자료: 각사 공시 및 보도자료, 한국신용평가(26.10.29), 교보증권 리서치센터

컴퓨팅 공급자 우위 시장 지속

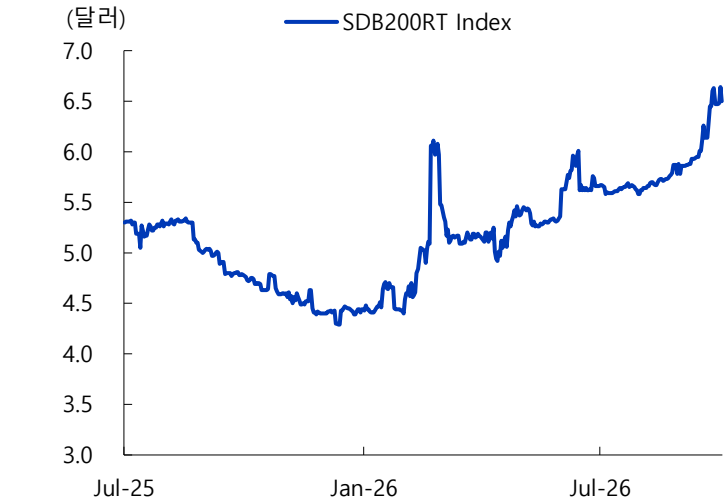
- 에이전트 기능 강화로 주요 폐쇄형 모델의 토큰호출량은 지속 증가하고 있으며, 이러한 추이는 오픈소스 모델 호출량의 증가와 토큰 소모량 최적화 노력에도 불구하고 이어지고 있음
- AI DC 공급 병목이 이어지면서 이는 GPUaaS 렌탈가 상승으로 이어지고 있으며, 이는 컴퓨팅 파워의 공급자 우위 시장이 유지되고 있음을 시사
- 미국 중간 선거 중 민주당의 의회, 주정부 선거 약진으로 주/지방 정부의 건설 제한으로 이러한 AI DC 시장의 공급자 우위 정도는 심화될 것으로 예상

주요 폐쇄형 모델 일별 토큰호출량 추이



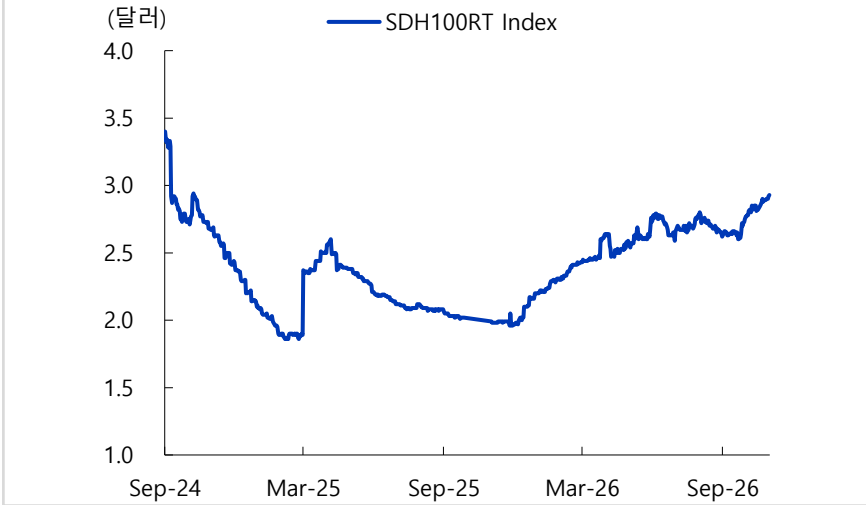
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

B200 GPUaaS 렌탈가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

H100 GPUaaS 렌탈가 추이

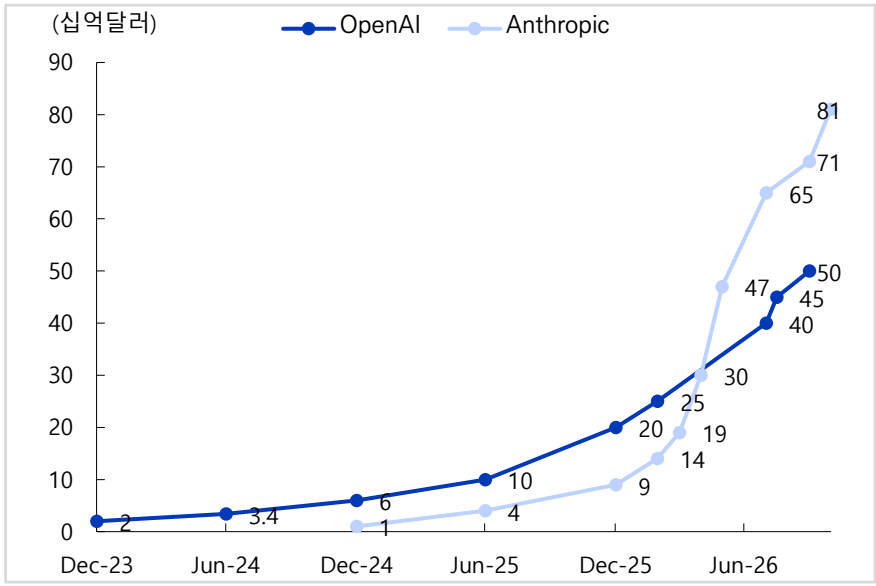


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

모델 개발사 수익화는 진전중이나, 외부 조달 의존 투자는 지속

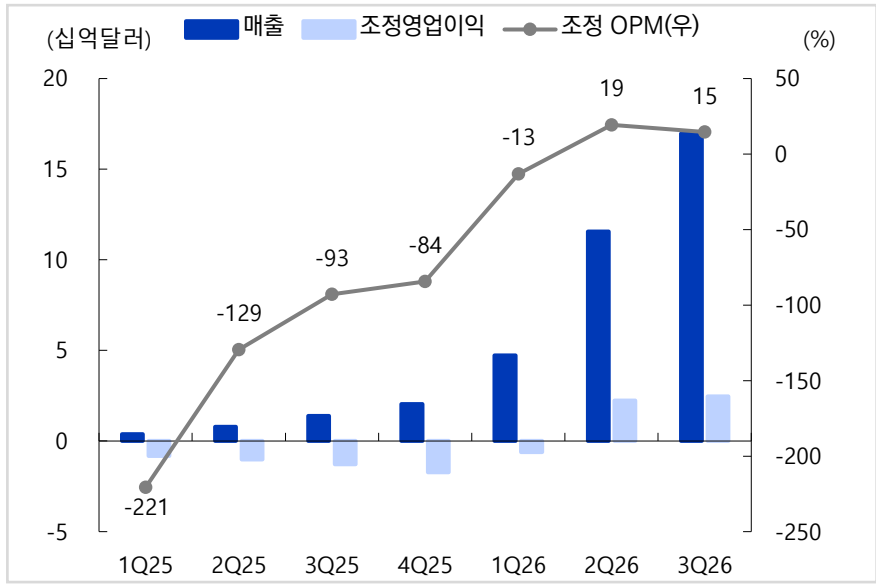
- 투자의 최종 주체가 되는 AI 모델 개발사들의 수익화는 진행중. Anthropic의 경우 2Q26에 이어 3Q26에도 사용량(토큰) 기반 과금 모델 중심의 매출 성장으로 조정 영업이익 기준 흑자 기록. 26년 11월 예정된 IPO를 통한 자금 조달으로 투자 지속이 가능할 것으로 예상. 약 9천억 달러의 컴퓨팅, 반도체 지출 약정이 있어 클라우드 인프라 임차 중심의 사업 구조와 향후 직접 인프라 투자 확대 가능성은 고려 필요
- OpenAI 역시 3Q26 분기 매출이 처음 100억 달러를 돌파하고 전분기 대비 +50% 성장으로 연율화 매출 500억 달러에 근접. 엔터프라이즈 매출은 전분기 대비 2배 증가하며 매출 비중 50:50으로 수렴하는 등 B2B 중심의 성장 구조로 이동. 다만 Anthropic과 달리 여전히 적자라 조달 의존도는 더 높음. 오라클·MS·엔비디아·AMD 등 컴퓨팅 약정은 약 1조 달러로 Anthropic(9천억 달러)보다 크며, 내년 IPO 전 300억 달러 추가 조달(기업가치 1.4조 달러 제시)이 관건

Anthropic, OpenAI ARR 추이



자료: OpenAI, Anthropic, FT(26.10.8), Reuters, Yahoo Finance(26.11.10), CNBC, 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터. 양 사의 ARR 인식 기준은 상이

Anthropic 분기별 매출 및 조정영업이익 추이

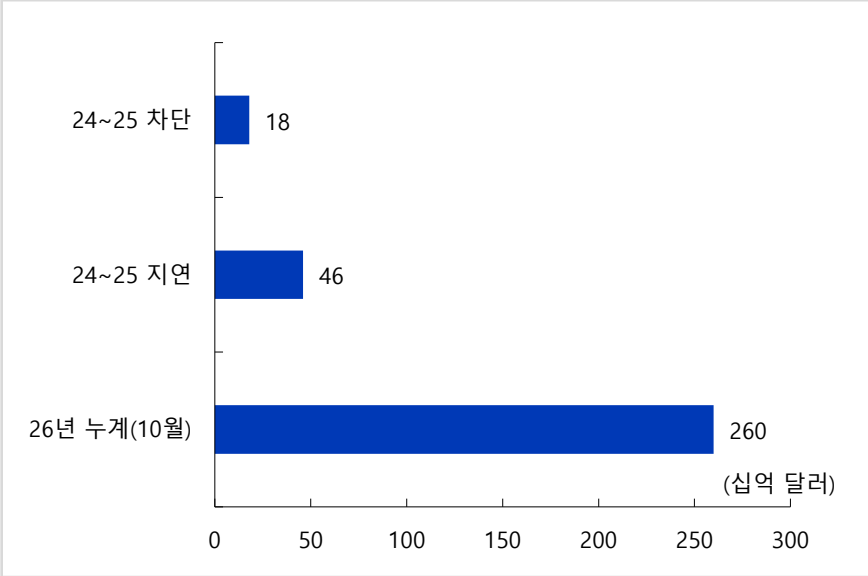


자료: Anthropic, 교보증권 리서치센터

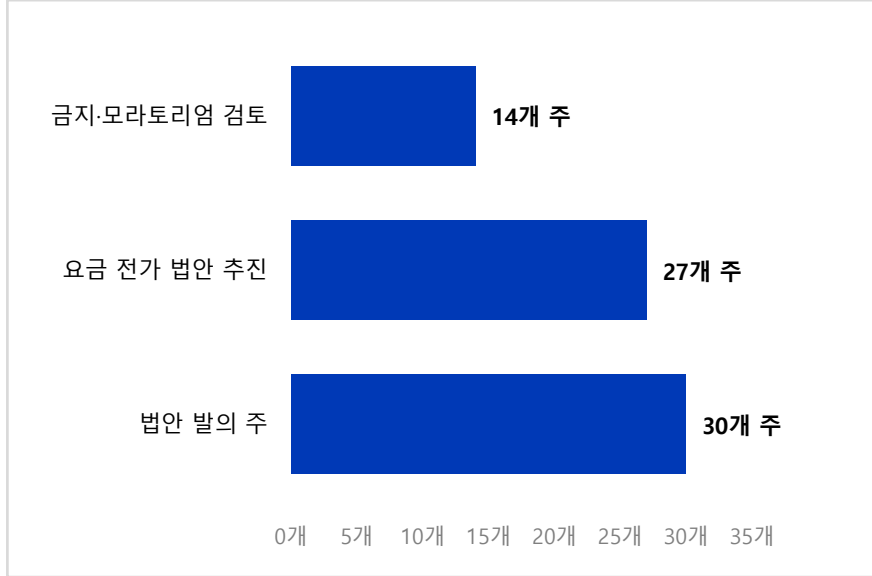
미국 주/지방 정부의 규제 강화 가능성

- 25p에서 지적한 컴퓨팅 공급자 우위 심화의 근거가 11월 중간선거로 구체화. 민주당이 하원 과반에 더해 상원 다수까지 탈환(7석 승리)하고 주지사 5곳을 추가 확보했으며, 텍사스·조지아·오하이오 등 DC 확장 제한을 공약한 신임 주지사가 당선되면서 DC 인허가의 실질 결정권을 쥔 주·지방정부가 규제 우호적으로 재편. 29개 지역의 주민투표에서 DC 신규 건설 금지·제한안이 승인됐고 ①데이터센터는 선거의 핵심 쟁점으로 관련 TV광고에 3.8억 달러가 집행(민주당이 3:1 이상)됐고, AP 조사에서 유권자 3/4이 '지역 내 신규 DC'에 반대
- ②뉴욕주는 7월 행정명령 62호로 50MW 이상 신규 DC의 환경허가를 1년 정지(전국 최초 주 전체 모라토리엄)했고, 26년에만 30개 이상 주에서 300건 이상의 법안이 발의돼 현재 14개 주가 금지·모라토리엄을 입법 검토 중
- ③규제는 차단과 지연으로 나타나 26년 1분기 75개·1,300억 달러에서 10월 초까지 연간 누계 2,600억 달러 이상으로 확대. 연방의 인허가 간소화는 주·지방의 토지이용·전력 규제를 선점하지 못하므로, 규제는 '주별 파편화'로 심화될 전망

美 DC 차단·지연 규모 ($B)



美 주정부 DC 규제 입법 (2026)

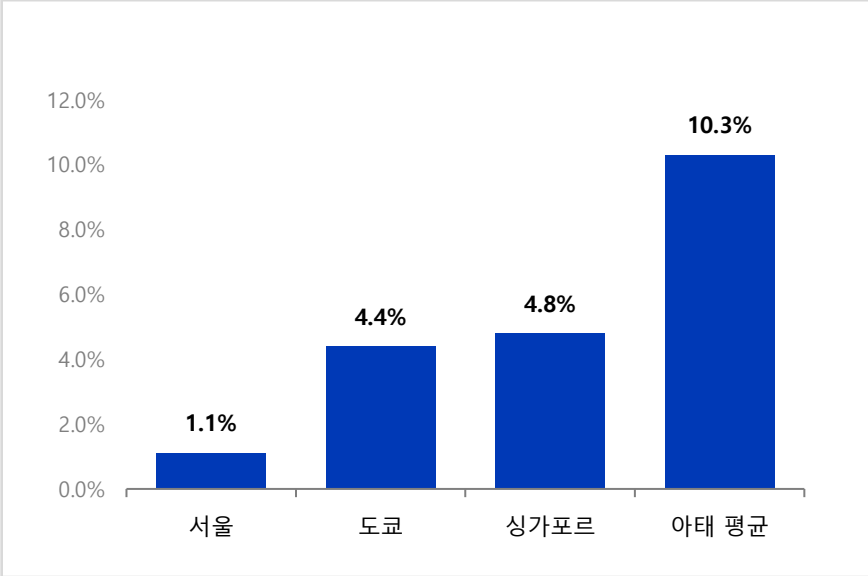


자료: Data Center Watch, MultiState, NCSL, AP, Heatmap Pro(26.10.6), CNN(26.11.11), King & Spalding, 교보증권 리서치센터

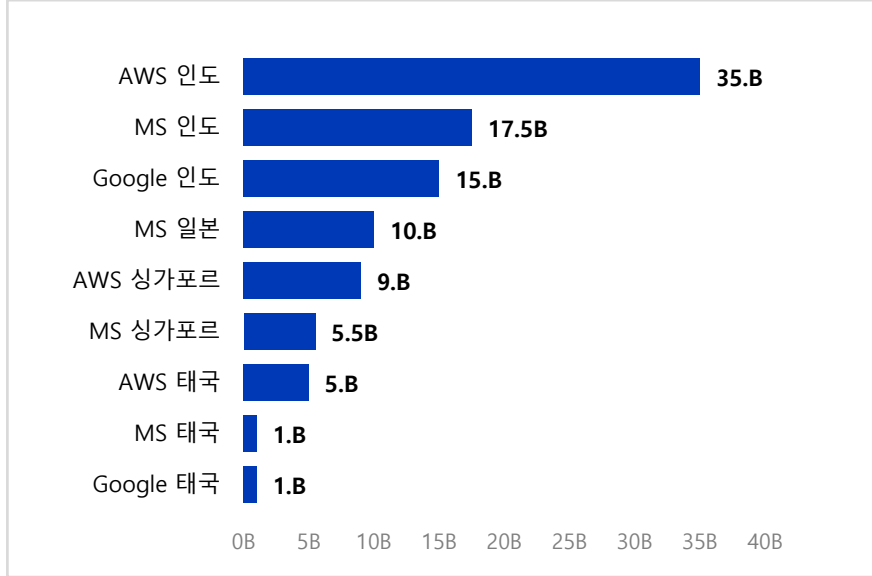
이미 진행되고 있었던 아시아 내 DC 건설 확대 움직임

- 미국 규제 심화는 아시아 투자의 시작이 아니라, 이미 진행 중이던 사이클의 가속 요인. ①아태 개발 파이프라인은 26년 상반기 26.5GW로 반년 만에 7.1GW 증가했고, 1.4GW 준공에도 공실률은 10.9%→10.3%로 하락. 서울 1.1%, 도쿄 4.4%로 병목은 공급이 아닌 전력
- ②MS는 일본 100억·인도 175억·싱가포르 55억 달러, 구글은 인도 150억 달러, AWS는 인도 350억 달러 투자 계획. ③일본 AI DC 수전용량은 25년 1.1GW→33년 4.9GW, 인도 4.5GW(30년), 동남아 5.2~6.5GW(30년)가 전망
- ④25년 1.9GW에 그친 국내도 27년 3월 AIDC 특별법 시행으로 비수도권 전력계통영향평가 면제·인허가 원스톱이 제도화돼, 재배분 물량을 흡수할 기반을 확보

아태 주요 시장 DC 공실률 (26.1H, %)



빅테크 아시아 투자 커밋 ($B)



자료: Cushman & Wakefield, CBRE, Nikkei, 각사, 교보증권 리서치센터

한국은 관련 국가 사업 시행

- 27년은 AI 및 데이터센터 관련 지원 사업, 법률들도 본격 시행되며 시장 성장을 촉진할 것으로 예상. 대표적으로 ①AI DC 특별법(26년 5월 국회 통과)이 27년 3월 10일부터 시행 예정. 여러 부처에 걸친 인허가를 과기정통부에 일괄 신청(원스톱 창구), 기간 내 미처리시 자동 승인(타임아웃제)되도록 하여 신속한 구축을 지원하며, 비수도권에 신축 및 확장하는 AIDC는 전력계통영향평가를 면제하고 서버 중심 시설에 맞도록 입지 및 건물 규제를 완화

- GPU 및 AICC 공급에도 'AI 고속도로'라는 명칭으로 국가가 직접적으로 참여. 그 중 ②GPU 확보, 구축, 운용 지원사업은 1차(25년, NHN 포함 3개사 참여로 B200+H200 1.3만장 확보)와 2차(26년, 삼성SDS 포함 3개사 참여로 B300+베라루빈 9,704장 확보) 사업에 이어 27년 3차 사업도 진행 예상. 27년 과기정통부 전체 예산안(29.6조원, YoY +24.5%) 중 AI 예산안은 9.4조원(YoY +84%)로 규모와 비중이 모두 증가했으며, 3차 사업에 3.85조원을 투입해 베라루빈급 GPU 1만장 확보 예정. 1H27 중 사업자 공모 후 2H27 구축, 28년 본격 가동 전망

AI DC 특별법 주요 핵심 내용 및 규제 특례

분류	항목	내용
주요 핵심 내용 및 규제 특례	인허가 '원스톱 창구' 및 '타임아웃제'	인허가를 과기정통부에 일괄 신청하고, 기간 내 미처리 시 자동 승인
	비수도권 전력계통영향평가 면제	비수도권에 신축, 확장하는 AIDC는 전력계통영향평가 면제
	재생에너지 직접전력거래(PPA) 특례	신재생에너지 사업자가 AIDC에 직접 전력을 공급하도록 허가
	입지 및 건물 규제 완화	서버 중심 시설에 맞는 규제 완화

2027년 과기정통부 AI 예산안 (단위: 조 원)

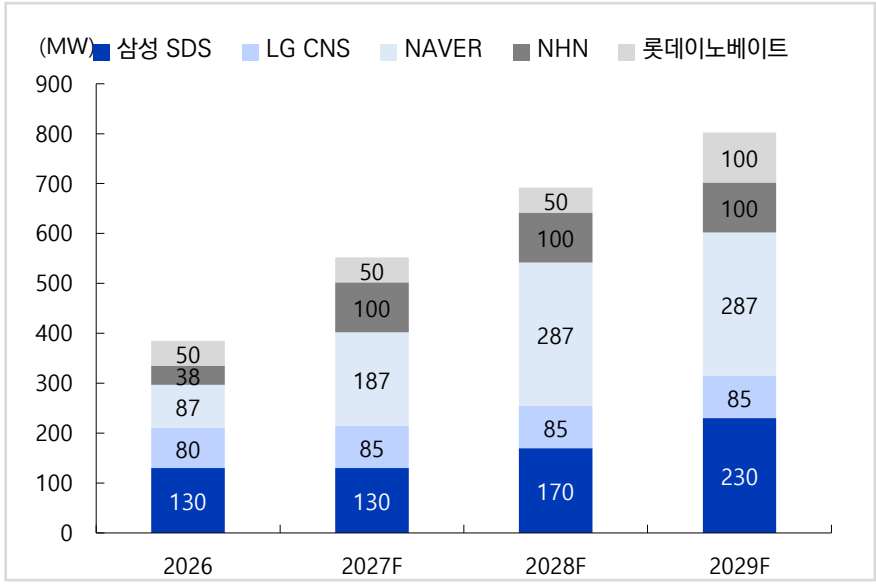
	2026년	2027년	증가 (YoY)
과기정통부 예산안	23.80	29.60	24.4%
AI 예산	5.11	9.42	84.3%
3대 메가프로젝트	0.30	0.80	166.9%
최상위 AI모델 및 기술 확보	2.61	5.59	114.3%
AI컴퓨팅 자원 (GPU 구축,운영지원)	2.08	3.85	85.1%
1조 토큰 규모 고품질 데이터 구축	0.03	0.80	2566.7%
생성AI프런티어인재 사업	N/A	0.03	-
AI 서비스, 활용	1.21	1.86	53.8%
모두의 AI 사업	N/A	0.25	-
AI 포용사회	0.97	1.17	20.7%
첨단기술 확보	10.71	12.40	15.8%
균형성장지원	0.74	0.90	21.6%
기타	7.24	6.88	-5.0%

자료: 과학기술정보통신부, 교보증권 리서치센터

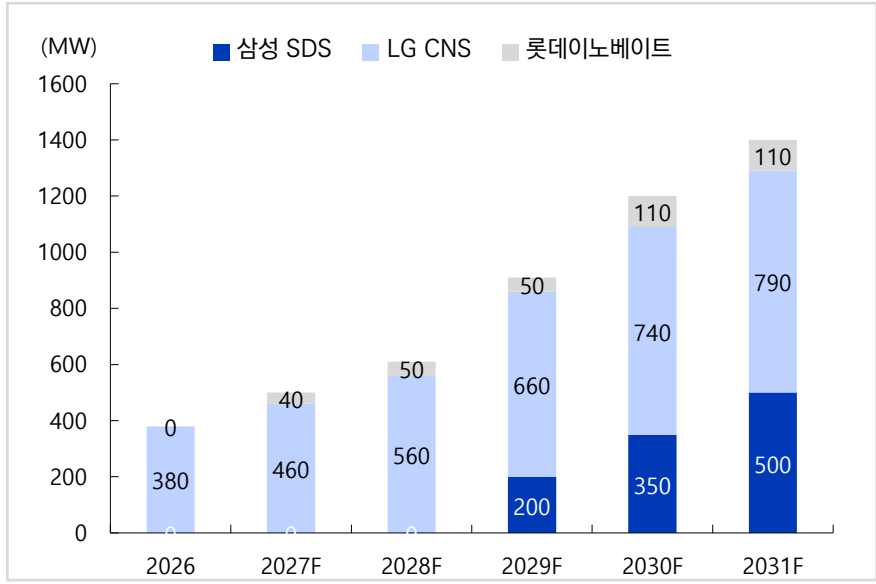
커버리지 기업별 컴퓨팅 사업 용량 확장 계획

- 교보증권 커버리지 AI 인프라 기업 중 27년 자체(연산 자원 기준) DC 용량 확대가 이루어지는 기업은 NAVER(AI팩토리, 27년 내 100MW), NHN(연내 62MW 추가 확보)이며, 중기적(29년)으로 용량 확대 가시성이 가장 큰 기업들은 NAVER(AI 팩토리 200MW), 삼성SDS(구미 AI DC 60MW 이상, 한국 AICC 40MW 이상)
- AI DC DBO/위탁운영 용량 확대는 2028년까지는 LG CNS가 가장 클 것(+180MW 추정)으로 예상되며, 단기~중기적으로 북미 내 AI DC 신규 건축 속도 조절로 우호적인 테넌트 유치 환경 예상. 27년 3월 AI DC 특별법 시행 이후 인허가 및 계약 본격화 예상. 29년부터는 통신사들의 DBO 확대 뿐 아니라 삼성SDS(2031년까지 500MW 목표), 롯데이노베이트(현 수주 잔고 110MW) 등의 진입으로 경쟁 강화 예상
- 27~28년은 NAVER, NHN, LG CNS의 이익 수혜가 먼저 나타날 것으로 예상하며, 장기적(29년~)으로는 자체 용량 확충에 적극적인 NAVER, 삼성SDS의 성장세 두드러질 것으로 전망. LG CNS의 경우 천안 AI 팩토리(28년) 등 컴퓨팅 사업 방향성에 따라 장기 성장률 변화 가능

커버리지 기업 자체(연산자원 기준) DC 용량 추정치 및 전망



커버리지 기업 DBO/위탁운영 DC 용량 추정치 및 전망



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

KYOBO
교보증권

2027



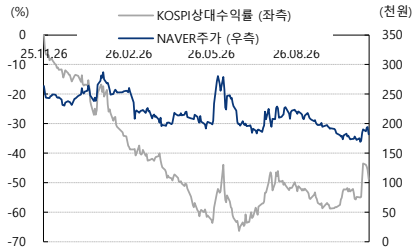
III. 기업분석 :
기업별 전망

NAVER (035420) : 주 성장 동력의 전환기

Buy 유지
TP 300,000원 하향

Company Data	
현재가(11/13)	172,500 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	287,000 원
52주 최저가(보통주)	169,000 원
KOSPI (11/13)	5,290.53p
KOSDAQ (11/13)	699.66p
자본금	165 억원
시가총액	262,418 억원
발행주식수(보통주)	15,868 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	82.8 만주
평균거래대금(60일)	1,507 억원
외국인지분(보통주)	36.27%
주요주주	국민연금공단 9.49% BlackRock Fund Advosors 외 7.31%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	-14.4	-35.0
상대주가	10.6	26.9	-48.8

▶ 플랫폼 성장의 둔화 vs AI 팩토리의 고성장

- 27년 매출은 15.9조원(YoY +16.6%), 영업이익 2.3조원(+19.5%, OPM 14.7%) 기록 전망. 27년은 주 성장 동력이 플랫폼(광고, 쇼핑) 부문에서 엔터프라이즈 부문으로 전환되는 시기로 플랫폼 매출의 성장률 둔화와 AI팩토리 사업을 필두로 한 엔터프라이즈 매출의 고성장이 겹치는 시기
- AI 팩토리 사업 개시에 따라 엔터프라이즈 매출은 27년 1.93조원(+173.4%), 28년 4.18조원(+116.4%)로 고성장 전망. 현재 초기 가동 용량 중 20MW 용량 계약(금액 기준 5년간 2조원)이 확보된 것으로 파악되며, 10개 이상의 잠재 고객사와 계약을 위한 협상 단계에 있는 것으로 파악. AI 팩토리 매출은 2027년 1.06조원, 2028년 2.97조원 발생 전망
- 1H26까지 전사 성장을 이끌었던 플랫폼 매출은 27년 YoY +8.6%로 성장 둔화 전망. 이는 ①이커머스 및 온라인 광고 시장 성숙과 ②기존 키워드 검색 광고와 자사 AI 검색 광고의 일부 카니발라이제이션, ③ 플러스 토어 런칭 및 수수료 인상 기저 제거에 따른 쇼핑 부문의 성장률 하향에 따름

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 300,000원으로 하향

- 목표주가 하향은 주로 플랫폼 사업 가치를 27년 해당 부문 당기순이익 추정치 1.74조원 및 target PER 17.2배를 적용하여 29.9조원으로 산정함에 따름. 기존에는 두 부문의 현저한 매출 성장률 차이로 광고 및 쇼핑 부문 가치를 분리하여 산정하였으나 ① 쇼핑 부문의 성장률 하향, ② 커머스 마케팅 강화에 따른 OPM 하향을 고려해 네이버 플랫폼 부문의 가치를 통합 산출하는 것이 적합하다고 판단
- 엔터프라이즈 부문 가치는 7.7조원으로 산정. 2027년 매출 1.93조원 및 target PSR 4.0배를 적용. 기존 사업부문의 성숙과 성장률 둔화로 목표주가를 하향하나, 28년 엔터프라이즈 매출 비중은 21.8%로 증가 전망(26년 5.2%, 27년 12.1% 추정). 주 성장 동력의 전환기에 따른 성장통을 겪고 있지만, 국내 AI DC 사업자 중 시기와 규모 면에서 가장 확실한 수익화 요소를 가진 플레이어 중 하나. 인터넷 업종 Top Pick으로 유지

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,671	15,945	19,200
YoY(%)	11.0	12.1	13.6	16.6	20.4
영업이익(십억원)	1,979	2,208	1,964	2,346	2,979
OP마진(%)	18.4	18.3	14.4	14.7	15.5
순이익(십억원)	1,932	1,819	1,664	1,956	2,439
EPS(원)	11,913	12,376	10,642	11,223	13,216
YoY(%)	92.8	3.9	-14.0	5.5	17.8
PER(배)	16.7	19.6	17.1	16.2	13.8
PCR(배)	11.0	11.5	9.6	8.9	7.8
PBR(배)	1.2	1.4	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	11.2	11.8	8.4	6.9	5.3
ROE(%)	7.9	7.4	5.9	6.0	6.7

NAVER 실적 추이 및 전망

- 27년 매출은 15.9조원(YoY +16.6%), 영업이익 2.3조원(YoY +19.5%, OPM 14.7%) 기록 전망. 27년은 주 성장 동력이 플랫폼(광고, 쇼핑) 부문에서 엔터프라이즈 부문으로 전환되는 시기로 플랫폼 매출의 성장률 둔화와 AI팩토리 사업을 필두로 한 엔터프라이즈 매출의 고성장이 겹치는 시기
- AI 팩토리 사업 개시에 따라 엔터프라이즈 매출은 27년 1.93조원(YoY +173.4%), 28년 4.18조원(+116.4%)로 고성장 전망. 현재 초기 가동 용량 중 20MW 용량 계약(금액 기준 5년간 2조원)이 확보된 것으로 파악되며, 10개 이상의 잠재 고객사와 계약을 위한 협상 단계에 있는 것으로 파악. AI 팩토리 매출은 27년 1.06조원, 28년 2.97조원 발생 전망
- 1H26까지 전사 성장을 이끌었던 플랫폼 매출은 27년 YoY +8.6%로 성장률 둔화 전망. 이는 ①국내 이커머스 및 온라인 광고 시장의 성숙과 ②기존 키워드 검색 광고와 자사 AI 검색 광고의 일부 카니발라이제이션, ③ 네이버 플러스 스토어 런칭 및 수수료 인상 기저 제거에 따른 쇼핑 부문의 성장률 하향에 따름

NAVER 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,389	3,472	3,569	12,035	13,671	15,945	19,200
성장률(YoY %)	*10.3%*	*11.7%*	*15.6%*	*10.7%*	*16.3%*	*16.2%*	*10.7%*	*11.7%*	*12.1%*	*13.6%*	*16.6%*	*20.4%*
네이버플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,902	1,948	2,021	6,965	7,711	8,376	9,003
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,447	1,475	1,522	5,436	5,839	6,283	6,698
서비스	328	347	419	435	445	455	474	498	1,529	1,872	2,094	2,305
파이낸셜플랫폼	387	406	427	449	460	471	488	498	1,668	1,916	2,128	2,339
글로벌도전	795	816	894	896	942	1,016	1,036	1,049	3,402	4,043	5,441	7,858
C2C	223	228	251	286	351	398	370	381	987	1,501	1,660	1,817
컨텐츠	446	462	498	445	440	464	473	459	1,851	1,836	1,849	1,861
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	154	193	209	564	707	1,932	4,180
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,868	3,021	3,118	9,827	11,707	13,599	16,221
개발&운영	671	683	733	744	749	787	751	776	2,831	3,063	3,263	3,520
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,257	1,324	1,374	4,265	5,143	5,578	6,330
인프라	189	198	219	205	251	220	282	290	811	1,043	2,044	3,288
마케팅	430	482	502	506	512	605	664	678	1,920	2,459	2,714	3,084
영업이익	505	522	571	611	542	520	451	451	2,208	1,964	2,346	2,979
성장률(YoY %)	*15.0%*	*10.3%*	*8.6%*	*12.7%*	*7.2%*	*-0.2%*	*-20.9%*	*-26.2%*	*11.6%*	*-11.1%*	*19.5%*	*27.0%*
OPM(%)	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	13.0%	12.6%	18.3%	14.4%	14.7%	15.5%
당기순이익	424	497	735	163	291	704	402	267	1,819	1,664	1,956	2,439
NPM(%)	15.2%	17.1%	23.4%	5.1%	9.0%	20.8%	11.6%	7.5%	15.1%	12.2%	12.3%	12.7%

자료: 교보증권 리서치센터

NAVER SOTP Valuation

- NAVER 목표주가를 30만원으로 -23.1% 하향(기존 39만원)
- 목표주가 하향은 주로 네이버 플랫폼 가치 산정에 있어, 네이버 플랫폼 가치를 2027년 해당 부문 당기순이익 추정치 1.74조원 및 target PER 17.2배를 적용하여 29.9조원으로 산정함에 따름
- 기존에는 두 부문의 현저한 매출 성장률 차이로 광고 및 쇼핑 부문 가치를 분리하여 산정하였으나 ① 2027년 네이버 플러스 스토어 런칭 및 수수료 인상 기저 제거에 따른 쇼핑 부문의 성장률 하향, ② 커머스 마케팅 강화에 따른 OPM 하향을 고려해 네이버 플랫폼 부문의 가치를 통합 산출하는 것이 적합하다고 판단
- 엔터프라이즈 부문 가치는 7.7조원으로 산정. AI 팩토리 사업의 기여에 따라 2027년 매출 1.93조원 및 target PSR 4.0배를 적용. 이는 기존 6.9조원 대비 상향한 수치이나, 전체 영업가치 중 비중이 더 큰 네이버 플랫폼 산정 가치 하향이 이를 상쇄
- 기존 사업부문의 시장 성숙과 성장률 둔화로 목표주가를 하향하나, 2028년 엔터프라이즈 매출 비중은 21.8%로 증가할 것으로 전망(2026년 5.2%, 2027년 12.1% 추정). 주된 성장 동력의 전환기에 따른 성장통을 겪고 있지만, 국내 AI DC 사업자 중 시기와 규모 면에서 가장 확실한 수익화 요소를 가진 플레이어 중 하나. 인터넷 업종 Top Pick으로 유지

NAVER SOTP Valuation Table

부문	단위	2027F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		47,760	
네이버 플랫폼	십억원	부문 가치	29,856	
	십억원	2027F 예상 매출액	8,376	네이버 플랫폼 (광고+서비스) 매출
	%	영업이익률	27%	
	%	세율	23%	
	십억원	2027F 예상 순이익	1,741	
	배	target P/E	17.15	Amazon, Alphabet, Meta 27F P/E 평균 10% 할인
엔터프라이즈	십억원	부문 가치	7,689	
	십억원	2027F 예상 매출액	1,932	
	배	target P/S	4.0	CoreWeave, Nebius, Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba, Oracle 27F P/S 평균
파이낸셜	십억원	부문 가치	3,685	
	십억원	2027F 예상 매출액	2,128	
	배	target PSR	2.51	Paypal, Block, Affirm Holdings 27F PSR 평균
	%	지분율	69.0%	
Webtoon Entertainment	십억원	부문 가치	575	
	십억원	시가총액	1,814	
	배	지분율	63.4%	
	%	할인율	50%	상장 자회사 50% 할인
포쉬마크	십억원	지분 가치	1,167	2023년 1월 5일 지분 100% 취득, 할인율 30% 적용
		지분율	100.0%	
LY Corporation	십억원	부문 가치	4,787	
	십억원	시가총액	30,108	
	%	지분율	31.8%	
	%	할인율	50%	상장 관계사 50% 할인
총기업가치	십억원		47,760	
발행주식수	천 주		158,685	
적정 주가	원		300,972	
목표 주가	원		300,000	
현재 주가	원		172,500	
상승 여력	%		73.9%	

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,671	15,945	19,200
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,671	15,945	19,200
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,758	9,827	11,707	13,599	16,221
영업이익	1,979	2,208	1,964	2,346	2,979
영업이익률 (%)	18.4	18.3	14.4	14.7	15.5
EBITDA	2,653	2,953	2,847	3,345	4,073
EBITDA Margin (%)	24.7	24.5	20.8	21.0	21.2
영업외손익	343	212	217	217	217
관계기업손익	145	495	207	207	207
금융수익	633	807	962	962	962
금융비용	-579	-562	-764	-764	-764
기타	144	-528	-188	-188	-188
법인세비용차감전순손익	2,322	2,420	2,181	2,563	3,196
법인세비용	390	601	517	608	758
계속사업순손익	1,932	1,819	1,664	1,956	2,439
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,664	1,956	2,439
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	12.2	12.3	12.7
비지배지분순이익	9	-134	-5	196	366
지배지분순이익	1,923	1,953	1,669	1,760	2,073
지배순이익률 (%)	17.9	16.2	12.2	11.0	10.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	699	119	91	91	91
포괄순이익	2,631	1,938	1,755	2,047	2,530
비지배지분포괄이익	70	-150	-136	0	0
지배지분포괄이익	2,561	2,087	1,891	2,047	2,530

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	3,365	3,745	4,282
당기순이익	1,932	1,819	1,664	1,956	2,439
비현금항목의 가감	1,003	1,362	1,634	1,801	1,998
감가상각비	609	680	824	943	1,041
외환손익	135	-15	-61	-61	-61
지분법평가손익	-145	-495	-207	-207	-207
기타	404	1,192	1,078	1,126	1,225
자산부채의 증감	152	462	418	391	349
기타현금흐름	-497	-547	-351	-403	-504
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-673	-749	-811
투자자산	1,280	169	636	636	636
유형자산	-554	-1,235	-1,500	-1,500	-1,500
기타	-2,066	322	191	116	54
재무활동 현금흐름	-770	-524	-2,051	-528	-528
단기차입금	-463	-200	21	21	21
사채	-51	0	0	0	0
장기차입금	105	26	26	26	26
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-168	-394	-393	-393
기타	-242	-182	-1,705	-182	-182
현금의 증감	619	1,788	-515	1,570	1,909
기초 현금	3,576	4,196	5,984	5,469	7,039
기말 현금	4,196	5,984	5,469	7,039	8,948
NOPLAT	1,647	1,659	1,499	1,790	2,273
FCF	1,918	1,632	1,300	1,680	2,216

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	10,073	11,405	13,180
현금및현금성자산	4,196	5,984	5,469	7,039	8,948
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	1,699	1,808	1,957
재고자산	22	20	23	27	32
기타유동자산	3,570	3,308	2,882	2,531	2,242
비유동자산	28,793	30,156	30,628	30,984	31,246
유형자산	2,910	3,608	4,283	4,840	5,299
관계기업투자금	17,406	16,649	16,508	16,368	16,228
기타금융자산	3,504	4,745	4,745	4,745	4,745
기타비유동자산	4,973	5,154	5,091	5,031	4,974
자산총계	38,168	41,084	40,701	42,390	44,426
유동부채	6,092	8,019	6,110	6,162	6,217
매입채무 및 기타채무	3,866	4,238	4,238	4,238	4,238
차입금	135	132	154	175	196
유동성채무	200	1,597	74	74	74
기타유동부채	1,891	2,051	1,644	1,674	1,709
비유동부채	5,075	4,113	4,299	4,501	4,718
차입금	863	874	900	926	952
사채	2,007	382	382	382	382
기타비유동부채	2,204	2,856	3,017	3,193	3,385
부채총계	11,167	12,131	10,409	10,663	10,936
지배지분	25,460	27,582	28,858	30,225	31,904
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	25,965	27,626	28,901	30,268	31,948
기타자본변동	-639	-452	-452	-452	-452
비지배지분	1,541	1,371	1,434	1,502	1,586
자본총계	27,001	28,953	30,292	31,727	33,490
총차입금	4,170	4,376	2,995	3,148	3,310

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	11,913	12,376	10,642	11,223	13,216
PER	16.7	19.6	17.1	16.2	13.8
BPS	160,694	175,846	183,979	192,694	203,401
PBR	1.2	1.4	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	16,432	18,714	18,151	21,326	25,966
EV/EBITDA	11.2	11.8	8.4	6.9	5.3
SPS	66,511	76,258	87,156	101,655	122,410
PSR	3.0	3.2	2.1	1.8	1.5
CFPS	11,883	10,339	8,286	10,710	14,128
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

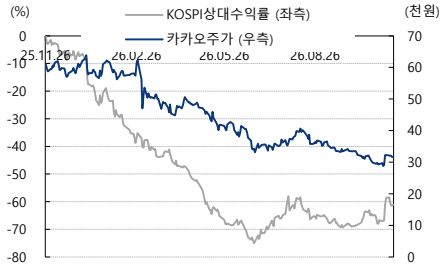
12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	11.0	12.1	13.6	16.6	20.4
영업이익 증가율	32.9	11.6	-11.1	19.5	27.0
순이익 증가율	96.1	-5.9	-8.5	17.5	24.7
수익성					
ROIC	49.2	49.3	40.9	41.4	46.3
ROA	5.2	4.9	4.1	4.2	4.8
ROE	7.9	7.4	5.9	6.0	6.7
안정성					
부채비율	41.4	41.9	34.4	33.6	32.7
순차입금비율	10.9	10.7	7.4	7.4	7.5
이자보상배율	18.9	20.3	28.9	33.9	42.2

카카오 (035720) : 최대 접점의 에이전트화 도전

Buy 유지
TP 51,000원 유지

Company Data	
현재가(11/13)	31,700 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	63,800 원
52주 최저가(보통주)	28,800 원
KOSPI (11/13)	5,290.53p
KOSDAQ (11/13)	699.66p
자본금	443 억원
시가총액	140,431 억원
발행주식수(보통주)	44,300 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	156.6 만주
평균거래대금(60일)	487 억원
외국인지분(보통주)	28.93%
주요주주	김범수 외 76인 24.08% MAXIMO PTE 5.74%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-26.2	-50.2
상대주가	15.5	9.4	-60.8

▶ 톡비즈, 모빌리티, 페이의 견조 성장 전망

- 27년 매출은 8.9조원(YoY +7.8%), 영업이익 1.2조원(YoY +24.5%, OPM 13.8%) 기록 전망. 톡비즈(+10.4%) 및 플랫폼 기타(+10.3%) 성장이 견조한 가운데, 뮤직·스토리·미디어 등 컨텐츠 매출은 +4.1% 성장 전망
- 톡비즈 광고 매출은 메시지 광고 성장, DA 노출 효율 개선, 카나나 스페이스 정식 런칭(27년 3월) 및 AI 검색 도입을 통한 메시지 외의 이용 행태 확보를 통해 YoY +13.3% 성장 전망. 거래형 매출(+6.0% 추정)은 외부 파트너십 기반 에이전트 성립 여부가 성장의 중요 변수
- 플랫폼 기타는 모빌리티(+10.1%)의 견조한 성장 지속 전망. 페이 매출은 증권 매출의 높은 기저로 성장률 부담 있으나, DAU 및 ATPU 수준이 유지되고 있으며 1) 카나나 에이전트를 통한 톡비즈 강결합(결제 성장), 2) 금융 에이전트 도입 통한 서비스 간 연계 통해 +12.3% 성장 전망

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 51,000원 유지

- 동사는 27년 2월 1일 카카오 X(존속 법인) 및 카카오 AI(분할 신설 법인)로의 인적 분할과 2월 25일 각 사의 재상장 예정. 이를 통해 추구하는 목표는 경영 자원, 자본의 효율적 배분을 통한 카카오 AI의 성장 제고, 카카오 X 사업 포트폴리오 성장을 통한 순자산가치 성장과 할인 방어, 자회사 성과와 연계되는 주주환원. 이를 위해서는 1) 카카오톡 내 AI 레이어 '카나나 스페이스'의 도입 후 카카오톡을 접점으로 한 AI 서비스의 긍정적 지표 확인, 2) 카카오엔터테인먼트, 픽코마 등 주요 비상장 자회사의 성장 회복 필요
- AI 전략과 관련해 '카나나 스페이스'(26년 12월 파일럿 서비스, 27년 3월 런칭)는 제스처를 통해 진입하는 레이어로 구성되어 카카오톡 내 특정 진입점을 선정하는 것보다 유저 진입 확보 측면에서 용이할 것으로 예상. 진입 확보보다 중요한 점은 카카오 내/외부 생태계 연동을 통한 실질적인 B2C 에이전트로의 변화, AI 검색 런칭을 통한 검색 광고 시장 침투 가능성 증명

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액 (십억원)	7,864	8,099	8,268	8,915	9,577
YoY(%)	4.1	3.0	2.1	7.8	7.4
영업이익(십억원)	495	732	991	1,234	1,492
OP마진(%)	6.3	9.0	12.0	13.8	15.6
순이익(십억원)	-162	518	616	1,020	1,232
EPS(원)	124	1,110	1,203	2,043	2,465
YoY(%)	흑전	791.9	8.3	69.8	20.7
PER(배)	306.9	54.1	26.4	15.5	12.9
PCR(배)	11.2	17.7	11.0	9.4	8.5
PBR(배)	1.7	2.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	11.9	15.1	6.0	4.9	4.0
ROE(%)	0.6	4.6	4.6	7.4	8.3

카카오 연간 실적 추이 및 전망

- 27년 매출은 8.9조원(YoY +7.8%), 영업이익 1.2조원(YoY +24.5%, OPM 13.8%) 기록 전망. 톡비즈(+10.4%) 및 플랫폼 기타(+10.3%) 성장이 견조한 가운데, 뮤직·스토리·미디어 등 컨텐츠 매출은 +4.1%으로 저조할 것으로 전망
- 톡비즈 광고 매출은 메시지 광고 성장, DA 노출 효율 개선, 카나나 스페이스 정식 런칭(27년 3월) 및 AI 검색 도입을 통한 메시지 외의 이용 행태 확보를 통해 YoY +13.3% 성장 전망. 거래형 매출(+6.0% 추정)은 외부 파트너십 기반 에이전트 성립 여부가 성장의 중요 변수
- 플랫폼 기타 매출은 모빌리티(+10.1%)의 견조한 성장 예상, 페이(+12.3%) 매출은 증권 부문의 높은 기저로 성장률 부담이 있으나, DAU 및 ATPU 수준이 유지되고 있으며 1) 카나나 에이전트를 통한 톡비즈 강결합(결제 매출 성장), 2) 금융 에이전트 도입을 통한 서비스 간 연계 강화를 통해 두자릿수 성장률 유지 전망

카카오 실적 추이 및 전망

	1Q25*	2Q25*	3Q25*	4Q25*	1Q26*	2Q26*	3Q26*	4Q26F*	2025*	2026F*	2027F*
매출액	1,747.9	1,917.5	1,962.2	2,041.9	1,942.1	2,098.5	2,086.7	2,140.8	7,669.5	8,268.1	8,914.7
*성장률(YoY %)**	*-12.1%*	*-4.3%*	*2.2%*	*4.5%*	*11.1%*	*9.4%*	*6.3%*	*4.8%*	*-2.5%*	*7.8%*	*7.8%*
플랫폼부문	993.2	1,055.1	1,059.7	1,199.5	1,153.0	1,230.3	1,235.0	1,296.6	4,307.5	4,914.8	5,422.7
톡비즈	582.8	572.7	561.7	653.4	630.0	643.2	632.9	702.8	2,370.6	2,609.0	2,879.6
플랫폼 기타	410.5	482.4	497.9	546.2	523.0	587.0	602.1	593.7	1,937.0	2,305.9	2,543.1
콘텐츠부문	754.7	862.4	902.6	842.4	789.1	868.2	851.7	844.3	3,362.0	3,353.3	3,492.0
뮤직	438.4	517.9	565.4	526.0	485.5	558.4	508.3	512.4	2,047.8	2,064.6	2,171.5
스토리	241.1	250.2	241.3	220.6	211.2	210.7	200.6	191.2	953.3	813.7	807.5
미디어	75.1	94.2	95.8	95.8	92.4	99.1	142.8	140.8	360.9	475.0	513.0
영업비용	1,620.5	1,713.6	1,738.4	1,825.9	1,730.7	1,821.4	1,846.4	1,878.2	6,898.4	7,276.7	7,680.5
인건비	425.6	438.9	428.6	455.1	444.9	448.0	446.2	459.9	1,748.2	1,799.0	1,791.9
매출연동비	658.7	678.5	698.0	739.7	701.2	745.9	790.0	781.4	2,774.9	3,018.5	3,267.1
외주인프라비	190.2	217.8	245.2	237.9	208.2	223.1	240.8	231.2	891.0	903.2	978.3
마케팅비	74.8	78.9	91.6	109.2	72.5	96.6	89.7	104.9	354.5	363.7	392.1
상각비	193.5	209.0	194.9	192.4	196.8	191.5	188.8	190.7	789.8	767.9	801.8
기타	77.7	90.4	80.1	91.8	107.1	116.3	91.0	110.0	340.1	424.4	449.3
영업이익	127.4	203.9	223.8	216.0	211.4	277.0	240.3	262.6	771.1	991.3	1,234.2
*성장률(YoY %)**	*-0.7%*	*43.9%*	*60.7%*	*151.1%*	*66.0%*	*35.9%*	*7.4%*	*21.6%*	*63.8%*	*28.6%*	*24.5%*
OPM(%)	7.3%	10.6%	11.4%	10.6%	10.9%	13.2%	11.5%	12.3%	10.1%	12.0%	13.8%
지배주주순익	171.9	161.2	124.9	33.5	171.7	16.3	158.9	184.8	491.5	531.7	902.0
NPM(%)	9.8%	8.4%	6.4%	1.6%	8.8%	0.8%	7.6%	8.6%	6.4%	6.4%	10.1%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	8,099	8,268	8,915	9,577
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,864	8,099	8,268	8,915	9,577
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	7,369	7,367	7,277	7,680	8,085
영업이익	495	732	991	1,234	1,492
영업이익률 (%)	6.3	9.0	12.0	13.8	15.6
EBITDA	1,331	1,572	1,827	2,080	2,338
EBITDA Margin (%)	16.9	19.4	22.1	23.3	24.4
영업외손익	-446	-111	205	205	205
관계기업손익	56	90	87	87	87
금융수익	405	393	374	374	374
금융비용	-368	-398	-292	-292	-292
기타	-539	-195	36	36	36
법인세비용차감전순손익	50	622	1,197	1,440	1,697
법인세비용	160	95	302	259	305
계속사업순손익	-111	527	895	1,180	1,392
중단사업순손익	-51	-9	-279	-160	-160
당기순이익	-162	518	616	1,020	1,232
당기순이익률 (%)	-2.1	6.4	7.5	11.4	12.9
비지배지분순이익	-217	26	84	118	143
지배지분순이익	55	491	532	902	1,089
지배순이익률 (%)	0.7	6.1	6.4	10.1	11.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	359	788	-68	-68	-68
포괄순이익	197	1,306	548	953	1,164
비지배지분포괄이익	-190	-17	-7	-13	-16
지배지분포괄이익	387	1,324	556	965	1,179

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,250	1,405	1,542	1,932	2,143
당기순이익	0	0	616	1,020	1,232
비현금항목의 가감	1,462	1,014	1,387	1,345	1,375
감가상각비	576	583	641	678	703
외환손익	-22	4	-1	-1	-1
지분법평가손익	-54	-90	-87	-87	-87
기타	962	517	835	754	760
자산부채의 증감	-4	-106	-199	-224	-225
기타현금흐름	-207	497	-262	-209	-239
투자활동 현금흐름	10	-478	-691	-697	-703
투자자산	129	343	57	57	57
유형자산	-380	-479	-750	-750	-750
기타	261	-342	2	-4	-10
재무활동 현금흐름	-521	-708	-63	-362	-362
단기차입금	-364	-561	79	79	79
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	225	360	60	60	60
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-43	-39	-33	-33	-33
기타	-339	-468	-168	-468	-468
현금의 증감	781	204	601	815	1,092
기초 현금	5,389	6,170	6,374	6,975	7,789
기말 현금	6,170	6,374	6,975	7,789	8,882
NOPLAT	-1,105	620	742	1,012	1,223
FCF	-654	875	628	883	1,095

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,722	12,374	13,154	14,194	15,522
현금및현금성자산	6,170	6,374	6,975	7,789	8,882
매출채권 및 기타채권	1,255	1,396	1,449	1,538	1,630
재고자산	81	77	78	84	91
기타유동자산	3,215	4,528	4,652	4,782	4,919
비유동자산	15,051	15,409	15,481	15,545	15,608
유형자산	1,363	1,557	1,666	1,738	1,785
관계기업투자금	2,923	2,517	2,677	2,838	2,998
기타금융자산	2,827	3,549	3,549	3,549	3,549
기타비유동자산	7,939	7,787	7,588	7,420	7,276
자산총계	25,773	27,784	28,634	29,739	31,130
유동부채	8,545	8,780	9,098	9,141	9,194
매입채무 및 기타채무	5,310	6,193	6,198	6,216	6,235
차입금	1,458	938	1,017	1,095	1,174
유동성채무	0	0	300	300	300
기타유동부채	1,776	1,648	1,584	1,530	1,485
비유동부채	3,285	3,779	3,638	3,526	3,439
차입금	328	991	1,051	1,111	1,172
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,957	2,788	2,587	2,415	2,268
부채총계	11,830	12,559	12,736	12,667	12,633
지배지분	10,141	11,276	11,775	12,644	13,700
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,803	8,803	8,803	8,803
이익잉여금	1,943	2,685	3,183	4,052	5,108
기타자본변동	-34	-82	-82	-82	-82
비지배지분	3,802	3,949	4,123	4,428	4,797
자본총계	13,943	15,225	15,898	17,072	18,497
총차입금	4,005	3,679	3,907	3,864	3,846

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	124	1,110	1,203	2,043	2,465
PER	306.9	54.1	26.4	15.5	12.9
BPS	22,858	25,483	26,665	28,633	31,024
PBR	1.7	2.4	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	2,997	3,552	4,132	4,709	5,295
EV/EBITDA	11.9	15.1	6.0	4.9	4.0
SPS	17,710	18,296	18,704	20,188	21,688
PSR	2.2	3.3	1.7	1.6	1.5
CFPS	-1,472	1,977	1,420	2,001	2,479
DPS	68	75	75	75	75

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

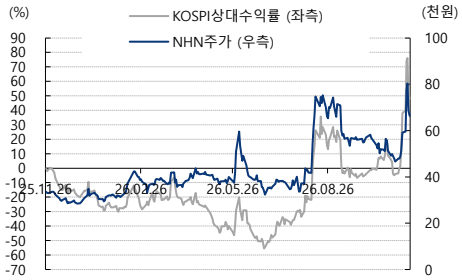
12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.1	3.0	2.1	7.8	7.4
영업이익 증가율	7.5	47.8	35.4	24.5	20.9
순이익 증가율	적지	흑전	18.9	65.6	20.7
수익성					
ROIC	-40.3	34.2	50.7	70.6	86.3
ROA	0.2	1.8	1.9	3.1	3.6
ROE	0.6	4.6	4.6	7.4	8.3
안정성					
부채비율	84.8	82.5	80.1	74.2	68.3
순차입금비율	15.5	13.2	13.6	13.0	12.4
이자보상배율	2.4	4.1	4.7	5.6	6.6

NHN (181710) : 호쾌한 AI DC 확장의 해

Buy 유지
TP 92,000원 유지

Company Data	
현재가(11/13)	66,400 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	80,300 원
52주 최저가(보통주)	28,450 원
KOSPI (11/13)	5,290.53p
KOSDAQ (11/13)	699.66p
자본금	188 억원
시가총액	21,466 억원
발행주식수(보통주)	3,233 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	33.7 만주
평균거래대금(60일)	229 억원
외국인지분(보통주)	14.13%
주요주주	이준호 외 15인 57.40% 국민연금공단 10.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.0	80.4	115.2
상대주가	44.8	167.5	69.7

▶ 기술, 결제 부문이 견인할 성장

- 27년 매출 3.4조원(YoY +15.0%), 영업이익 3,088억원(YoY +52.7%, OPM 9.0%) 추정. 기술(+29.1%), 결제(+16.1%) 매출 성장이 전체 성장을 견인하고 게임 매출은 +4.6% 증가 전망
- Factory X 양평을 포함한 기존 NHN클라우드의 매출 유지되는 가운데, 27년 내 AI DC 62MW 추가 확보를 통해 전체 기술 매출은 27년 8,214억원(+29.1%), 28년 1.32조원(+61.1%) 성장 추정
- 27년 1월부터 가동되는 약 6MW(B300 1,700장, 서울 가산 + 인천 가좌)에서는 27년 1,082억원, 28년 1,080억원의 매출 기여 전망하며, 4Q27 준공 및 가동 개시 예상되는 56MW(포항 + Factory X 장성 + 장성 파인)에서는 28년 4,545억원의 매출 기여 추정. 해당 추정치는 정부 GPU 사업 참여 여부와 그 비중에 따라 변동할 수 있으며, 현 추정치는 포항 데이터센터 중 20MW, 장성 파인 데이터센터 중 10MW를 정부 GPU 사업을 통해 조달하는 것으로 가정하였음을 밝힘
- 결제 매출은 NHN KCP의 공격적인 가맹점 확장으로 1.81조원(+16.1%) 기록 전망

▶ 투자의견 Buy, 목표주가 92,000원 유지

- 1Q27부터 용량 확장, 27년 내 기존 대비 +62MW AI DC 확장으로 27년 시기와 규모 면에서 가장 큰 성장을 보일 업체 중 하나
- 기술 부문 가치를 2.37조원으로 산정. 27년 기술 매출 8,214억원 및 PSR 4.0배, 자회사 할인율 30% 적용

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액 (십억원)	2,456	2,516	2,974	3,419	4,149
YoY(%)	8.2	2.4	18.2	15.0	21.4
영업이익(십억원)	-33	132	202	309	397
OP마진(%)	-1.3	5.2	6.8	9.0	9.6
순이익(십억원)	-193	52	135	218	280
EPS(원)	-3,904	954	2,937	4,734	6,077
YoY(%)	적지	흑전	207.8	61.2	28.4
PER(배)	-4.5	30.4	23.4	14.5	11.3
PCR(배)	1.8	4.0	4.4	3.6	3.0
PBR(배)	0.4	0.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	6.1	-0.8	3.1	1.8	1.0
ROE(%)	-8.6	2.2	6.4	9.6	11.2

NHN 연간 실적 추이 및 전망

- 27년 매출 3.4조원(YoY +15.0%), 영업이익 3,088억원(YoY +52.7%, OPM 9.0%) 추정. 기술(+29.1%), 결제(+16.1%) 매출 성장이 전체 성장을 견인하고 게임 매출은 +4.6% 증가 전망
- Factory X 양평을 포함한 기존 NHN클라우드의 매출 유지되는 가운데, 27년 내 AI DC 62MW 추가 확보를 통해 전체 기술 매출은 27년 8,214억원(+29.1%), 28년 1.32조원(+61.1%) 성장 추정
- 27년 1월부터 가동되는 약 6MW(B300 1,700장, 서울 가산 + 인천 가좌)에서는 27년 1,082억원, 28년 1,080억원의 매출 기여 전망하며, 4Q27 준공 및 가동 개시 예상되는 56MW(포항 + Factory X 장성 + 장성 파인)에서는 28년 4,545억원의 매출 기여 추정. 해당 추정치는 정부 GPU 사업 참여 여부와 그 비중에 따라 변동할 수 있으며, 현 추정치는 포항 데이터센터 중 20MW, 장성 파인 데이터센터 중 10MW를 정부 GPU 사업을 통해 조달하는 것으로 가정하였음을 밝힘
- 결제 매출은 NHN KCP의 공격적인 가맹점 확장으로 1.81조원(+16.1%) 기록 전망

NHN 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	757.9	758.3	786.3	2,516.2	2,973.9	3,419.1	4,149.2
성장률(YoY %)	*-0.7%*	*0.9%*	*2.8%*	*14.6%*	*11.9%*	*25.3%*	*21.2%*	*14.7%*	*2.4%*	*18.2%*	*15.0%*	*21.4%*
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	139.6	131.0	133.8	478.9	532.2	556.6	574.0
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	49.1	50.1	48.9	174.3	196.1	207.9	211.9
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	90.5	80.8	85.0	304.7	336.0	348.8	362.1
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	394.0	397.6	413.0	1,272.7	1,559.2	1,810.1	2,022.4
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	159.8	171.7	179.3	460.9	636.5	821.4	1,323.3
기타	84.6	76.1	68.3	94.2	84.7	88.0	78.5	82.0	303.8	333.2	316.4	315.1
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	700.0	699.5	727.0	2,384.0	2,771.7	3,110.3	3,751.9
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	507.3	500.9	522.9	1,680.9	1,987.3	2,222.4	2,655.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	116.0	113.1	116.4	436.0	459.6	477.3	493.0
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	17.5	24.8	25.9	86.8	91.8	105.8	120.3
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	32.7	37.0	37.8	37.9	103.4	145.4	198.1	349.1
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	3.3	3.7	3.8	14.8	14.2	19.8	28.6
기타	14.8	14.6	16.6	16.1	15.3	18.8	19.3	20.0	62.1	73.3	86.8	105.4
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	57.9	58.8	59.3	132.4	202.2	308.8	397.3
성장률(YoY %)	*1.3%*	*-23.0%*	*흑자전환*	*120.9%*	*-5.0%*	*164.1%*	*112.7%*	*7.4%*	*흑자전환*	*52.8%*	*52.7%*	*28.7%*
OPM(%)	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	7.6%	7.8%	7.5%	5.3%	6.8%	9.0%	9.6%
순이익	- 0.2	11.2	18.0	22.9	31.1	29.1	38.9	36.4	51.9	135.4	218.5	280.4
NPM(%)	0.0%	1.9%	2.9%	3.3%	4.6%	3.8%	5.1%	4.6%	2.3%	4.6%	6.4%	6.8%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,456	2,516	2,974	3,419	4,149
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,456	2,516	2,974	3,419	4,149
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,489	2,384	2,772	3,110	3,752
영업이익	-33	132	202	309	397
영업이익률 (%)	-1.3	5.3	6.8	9.0	9.6
EBITDA	72	236	287	381	458
EBITDA Margin (%)	2.9	9.4	9.7	11.1	11.0
영업외손익	-97	-1	3	3	3
관계기업손익	-11	-5	-5	-5	-5
금융수익	92	75	81	81	81
금융비용	-69	-51	-61	-61	-61
기타	-109	-21	-11	-11	-11
법인세비용차감전순손익	-130	131	205	312	401
법인세비용	63	79	70	94	120
계속사업순손익	-193	52	135	218	280
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	52	135	218	280
당기순이익률 (%)	-7.8	2.1	4.6	6.4	6.8
비지배지분순이익	-60	20	39	63	81
지배지분순이익	-133	32	96	155	199
지배순이익률 (%)	-5.4	1.3	3.2	4.5	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-5	-1	-1	-1
포괄순이익	-180	47	135	218	280
비지배지분포괄이익	-59	17	39	63	81
지배지분포괄이익	-121	29	96	155	199

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	47	374	216	287	314
당기순이익	-193	52	135	218	280
비현금항목의 가감	468	211	188	197	211
감가상각비	86	86	72	60	50
외환손익	-3	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	5	5	5
기타	385	124	110	131	155
자산부채의 증감	-168	163	-35	-34	-58
기타현금흐름	-61	-52	-72	-94	-120
투자활동 현금흐름	-50	13	-15	-16	-17
투자자산	44	48	-6	-6	-6
유형자산	-48	-61	0	0	0
기타	-46	25	-8	-9	-10
재무활동 현금흐름	-149	554	582	608	608
단기차입금	6	14	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	17	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	2	0	0	0	0
현금배당	-21	-18	-15	-15	-15
기타	-153	553	579	605	605
현금의 증감	-150	942	203	266	269
기초 현금	772	622	1,564	1,767	2,033
기말 현금	622	1,564	1,767	2,033	2,302
NOPLAT	-48	52	133	216	278
FCF	-160	258	183	254	281

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,419	2,202	2,359	2,602	2,890
현금및현금성자산	622	1,564	1,767	2,033	2,302
매출채권 및 기타채권	516	407	367	351	372
재고자산	49	26	31	35	43
기타유동자산	232	206	194	183	173
비유동자산	1,774	1,649	1,565	1,495	1,439
유형자산	701	685	613	553	502
관계기업투자금	163	170	177	183	190
기타금융자산	311	294	294	294	294
기타비유동자산	599	501	481	466	454
자산총계	3,193	3,851	3,923	4,098	4,329
유동부채	878	1,545	1,527	1,537	1,549
매입채무 및 기타채무	648	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	65	51	65	79	94
유동성채무	31	29	2	2	2
기타유동부채	134	110	104	100	97
비유동부채	549	536	528	523	521
차입금	176	153	158	162	167
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	374	383	370	360	354
부채총계	1,428	2,081	2,055	2,060	2,069
지배지분	1,451	1,463	1,544	1,684	1,867
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
이익잉여금	325	630	711	850	1,034
기타자본변동	-133	-112	-112	-112	-112
비지배지분	314	308	325	354	393
자본총계	1,765	1,771	1,869	2,038	2,260
총차입금	326	271	252	263	276

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-3,904	954	2,937	4,734	6,077
PER	-4.5	30.4	23.4	14.5	11.3
BPS	42,986	44,671	47,138	51,401	57,008
PBR	0.4	0.7	1.5	1.3	1.2
EBITDAPS	2,117	7,014	8,775	11,618	13,976
EV/EBITDA	6.1	-0.8	3.1	1.8	1.0
SPS	72,355	74,833	90,798	104,390	126,682
PSR	0.2	0.4	0.8	0.7	0.5
CFPS	-4,700	7,679	5,599	7,752	8,570
DPS	500	500	500	500	500

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

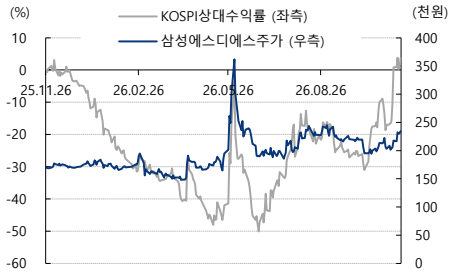
12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	8.2	2.4	18.2	15.0	21.4
영업이익 증가율	적전	흑전	52.7	52.7	28.7
순이익 증가율	적지	흑전	160.8	61.3	28.4
수익성					
ROIC	-5.1	10.8	-2,799.9	-203.1	-169.4
ROA	-4.0	0.9	2.5	3.9	4.7
ROE	-8.6	2.2	6.4	9.6	11.2
안정성					
부채비율	80.9	117.5	110.0	101.1	91.6
순차입금비율	10.2	7.0	6.4	6.4	6.4
이자보상배율	-1.1	5.1	8.0	11.4	13.8

삼성에스디에스 (018260) : 탄탄한 자금과 고객사, 증설 계획 보유

Buy 유지
TP 270,000원 상향

Company Data	
현재가(11/13)	234,500 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	362,000 원
52주 최저가(보통주)	148,300 원
KOSPI (11/13)	5,290.53p
KOSDAQ (11/13)	699.66p
자본금	387 억원
시가총액	181,451 억원
발행주식수(보통주)	7,738 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	23.7 만주
평균거래대금(60일)	514 억원
외국인지분(보통주)	19.22%
주요주주	삼성전자 외 9인 48.9% 국민연금공단 8.7%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.0	30.8	35.9
상대주가	35.8	93.9	7.1

▶ MSP, CSP 고성장 전망

- 27년 매출 15.4조원(YoY +5.7%), 영업이익 1.07조원(+30.2%, OPM 6.9%) 기록 전망. IT서비스(+10.1%) 성장을 클라우드 부문(+21.0%)이 견인할 것으로 예상
- 클라우드 부문에 있어 1) 금융, 공공, 국방 카테고리의 차세대 인프라 사업 및 AX 사업 본격화와 제조 ERP, 유통서비스 핵심 시스템 현대화 수요 증가로 MSP 매출이 +25.0% 성장할 것으로 전망. 2) CSP는 과기정통부 GPU 구축 운용 사업 B300 GPUaaS 매출 발생을 포함해 동탄 서관 중심의 GPUaaS 매출 확대와 AI 네트워크 사업 확장 지속으로 매출 성장률 제고(+22.6%) 예상
- 구미 AI DC는 26년 8월 착공 후 건설 진행중으로 파악되며, DBO 사업의 경우 퍼시픽 자산운용 추진 수도권 내 200MW 이상 규모 대형 DBO 사업 우선 협상 대상자로 선정되어 이르면 26년 말부터 데이터센터 설계 구축 시작, 29년부터 순차적으로 가동 예정

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000원으로 상향

- 목표주가는 1) 27년 지배주주순이익 추정치 8,915억원 및 target PER 19.3배를 적용해 산출한 영업가치 17.1조원과, 2) 현금 및 단기금융상품 가치 3.82조원(50% 할인 인식)을 합산하여 산출
- 27년 클라우드 매출이 견인하는 IT 서비스 부문 매출의 두자릿수(+10.1%) 성장 구간 돌입, 중기적으로는 29년부터 구미 AI DC(60MW, 28년 준공 목표), DBO 사업(31년까지 누적 500MW 수주 목표, 500MW 기준 연 1조원 매출 발생 예상) 매출 발생으로 이익 점프업 전망

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액 (십억원)	13,828	13,930	14,597	15,427	16,458
YoY(%)	4.2	0.7	4.8	5.7	6.7
영업이익(십억원)	911	957	819	1,067	1,196
OP마진(%)	6.6	6.9	5.6	6.9	7.3
순이익(십억원)	790	783	703	919	1,018
EPS(원)	9,783	9,816	8,938	11,523	12,758
YoY(%)	9.2	0.3	-8.9	28.9	10.7
PER(배)	13.1	17.5	25.8	20.0	18.1
PCR(배)	6.0	7.9	7.3	6.3	5.9
PBR(배)	1.1	1.3	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	3.4	5.1	8.4	6.9	6.0
ROE(%)	8.4	7.9	6.8	8.3	8.7

삼성에스디에스 연간 실적 추이 및 전망

- 27년 매출 15.4조원(YoY +5.7%), 영업이익 1.07조원(+30.2%, OPM 6.9%) 기록 전망. IT서비스(+10.1%) 성장을 클라우드 부문(+21.0%)이 견인할 것으로 예상
- 클라우드 부문에 있어 1) 금융, 공공, 국방 카테고리의 차세대 인프라 사업 및 AX 사업 본격화와 제조 ERP, 유통서비스 핵심 시스템 현대화 수요 증가로 MSP 매출이 +25.0% 성장할 것으로 전망. 2) CSP는 과기정통부 GPU 구축 운용 사업 B300 GPUaaS 매출 발생을 포함해 동탄 서관 중심의 GPUaaS 매출 확대와 AI 네트워크 사업 확장 지속으로 매출 성장률 제고(+22.6%) 예상
- 구미 AI DC는 26년 8월 착공 후 건설 진행중으로 파악되며, DBO 사업의 경우 퍼시픽 자산운용 추진 수도권 내 200MW 이상 규모 대형 DBO 사업 우선 협상 대상자로 선정되어 이르면 26년 말부터 데이터센터 설계 구축 시작, 29년부터 순차적으로 가동 예정

삼성에스디에스 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,353	3,718	3,773	3,754	13,828	13,930	14,597	15,427
성장률(YoY %)	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	5.9%	11.2%	6.1%	4.2%	0.7%	4.8%	5.7%
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,611	1,763	1,681	1,841	6,402	6,544	6,895	7,593
SI	236	318	241	246	243	259	204	219	1,079	1,041	925	935
ITO	712	695	680	735	677	724	681	721	2,999	2,822	2,803	2,826
Cloud	653	665	675	688	691	779	796	901	2,324	2,680	3,168	3,832
CSP	267	265	280	271	298	328	323	344	866	1,083	1,292	1,585
MSP	284	297	294	311	296	347	368	447	1,062	1,187	1,458	1,823
SaaS	102	103	100	105	97	105	105	110	396	410	417	424
물류	1,889	1,834	1,796	1,868	1,742	1,955	2,092	1,913	7,427	7,386	7,702	7,834
영업이익	269	230	232	226	78	232	241	268	911	957	819	1,067
성장률(YoY %)	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-70.8%	0.7%	3.7%	18.6%	12.7%	5.0%	-14.4%	30.2%
OPM(%)	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.2%	6.4%	7.1%	6.6%	6.9%	5.6%	6.9%
IT서비스	226	204	197	200	63	203	201	238	773	827	705	942
OPM(%)	14.1%	12.1%	12.4%	12.0%	3.9%	11.5%	12.0%	12.9%	12.1%	12.6%	10.2%	12.4%
물류	43	27	35	26	15	29	40	31	139	130	114	125
OPM(%)	2.3%	1.4%	2.0%	1.4%	0.9%	1.5%	1.9%	1.6%	1.9%	1.8%	1.5%	1.6%
당기순이익	218	176	201	188	92	184	181	246	790	783	703	919
NPM(%)	6.2%	5.0%	5.9%	5.3%	2.7%	5.0%	4.8%	6.6%	5.7%	5.6%	4.8%	6.0%

자료: 교보증권 리서치센터

삼성에스디에스 Valuation

- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 270,000원으로 +8.0% 상향조정 (종전 250,000원)
- 목표주가는 1) 27년 지배주주순이익 추정치 8,915억원 및 target PER 19.3배를 적용해 산출한 영업가치 17.1조원과, 2) 현금 및 단기금융상품 가치 3.82조원(50% 할인 인식)을 합산하여 산출
- 27년 클라우드 매출이 견인하는 IT 서비스 부문 매출의 두자릿수 (+10.1%) 성장 구간 돌입, 중기적으로는 29년부터 구미 AI DC(60MW, 28년 준공 목표), DBO 사업(31년까지 누적 500MW 수주 목표, 500MW 기준 연 1조원 매출 발생 예상) 매출 발생으로 이익 점프업 전망

삼성에스디에스 Valuation Table

항목	가치산정	비교
영업가치	17,188	
27F 지배주주순이익	892	
target PER	19.3	IBM, TCS, Accenture, Microsoft, Alphabet, Amazon PER 평균
현금 및 단기금융상품	3,818	50% 할인
적정시가총액	21,006	
발행주식수	77,378	
적정주가	271,471	
목표주가	270,000	
현재주가	234,500	
상승여력	15.1%	

교보증권 리서치센터

삼성에스디에스 AI 인프라 사업 추진 현황



자료: LG 씨엔에스, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,597	15,427	16,458
매출원가	11,816	11,850	12,417	13,123	14,000
매출총이익	2,012	2,080	2,180	2,304	2,458
매출총이익률 (%)	14.6	14.9	14.9	14.9	14.9
판매비와관리비	1,101	1,123	1,360	1,237	1,262
영업이익	911	957	819	1,067	1,196
영업이익률 (%)	6.6	6.9	5.6	6.9	7.3
EBITDA	1,518	1,587	1,456	1,711	1,844
EBITDA Margin (%)	11.0	11.4	10.0	11.1	11.2
영업외손익	192	119	141	141	141
관계기업손익	3	6	5	5	5
금융수익	329	279	288	288	288
금융비용	-155	-161	-145	-145	-145
기타	15	-6	-7	-7	-7
법인세비용차감전순손익	1,103	1,076	960	1,208	1,337
법인세비용	313	293	257	289	319
계속사업순손익	790	783	703	919	1,018
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	783	703	919	1,018
당기순이익률 (%)	5.7	5.6	4.8	6.0	6.2
비지배지분순이익	33	23	11	28	31
지배지분순이익	757	760	692	892	987
지배순이익률 (%)	5.5	5.5	4.7	5.8	6.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	145	38	34	34	34
포괄순이익	934	821	737	953	1,052
비지배지분포괄이익	32	15	14	18	19
지배지분포괄이익	902	806	723	936	1,032

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,238	1,203	1,204	1,413	1,498
당기순이익	790	783	703	919	1,018
비현금항목의 가감	891	920	885	926	963
감가상각비	553	599	613	624	631
외환손익	-32	13	5	5	5
지분법평가손익	-3	-6	-5	-5	-5
기타	373	315	271	303	333
자산부채의 증감	-252	-347	-262	-276	-293
기타현금흐름	-191	-153	-122	-157	-189
투자활동 현금흐름	-1,069	-824	-1,251	-1,306	-1,367
투자자산	-1	-2	0	0	0
유형자산	-475	-315	-700	-700	-700
기타	-593	-506	-551	-606	-667
재무활동 현금흐름	-423	-509	-785	-523	-523
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-216	-233	-247	-247	-247
기타	-208	-276	-538	-276	-276
현금의 증감	-119	-110	-557	-121	-73
기초 현금	1,788	1,669	1,559	1,002	882
기말 현금	1,669	1,559	1,002	882	809
NOPLAT	652	696	600	812	910
FCF	533	664	275	480	565

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,004	9,406	9,443	9,992	10,676
현금및현금성자산	1,669	1,559	1,002	882	809
매출채권 및 기타채권	2,534	2,595	2,672	2,770	2,894
재고자산	19	15	16	17	18
기타유동자산	4,782	5,236	5,752	6,323	6,955
비유동자산	4,235	4,048	4,117	4,180	4,238
유형자산	1,774	1,752	1,838	1,915	1,984
관계기업투자금	111	113	119	126	132
기타금융자산	45	52	52	52	52
기타비유동자산	2,304	2,131	2,107	2,087	2,069
자산총계	13,238	13,454	13,560	14,172	14,914
유동부채	2,495	2,332	2,098	2,133	2,176
매입채무 및 기타채무	1,703	1,603	1,631	1,666	1,709
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	267	262	0	0	0
기타유동부채	526	467	467	467	467
비유동부채	1,037	859	739	648	581
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,037	859	739	648	581
부채총계	3,533	3,191	2,837	2,781	2,757
지배지분	9,333	9,916	10,361	11,006	11,746
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,995	8,530	8,975	9,620	10,360
기타자본변동	61	63	63	63	63
비지배지분	372	347	362	385	411
자본총계	9,705	10,263	10,723	11,391	12,157
총차입금	984	817	429	332	257

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	9,783	9,816	8,938	11,523	12,758
PER	13.1	17.5	25.8	20.0	18.1
BPS	120,618	128,152	133,901	142,235	151,805
PBR	1.1	1.3	1.7	1.6	1.5
EBITDAPS	19,619	20,511	18,822	22,112	23,836
EV/EBITDA	3.4	5.1	8.4	6.9	6.0
SPS	178,711	180,024	188,647	199,372	212,697
PSR	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1
CFPS	6,886	8,583	3,559	6,204	7,307
DPS	2,900	3,190	3,190	3,190	3,190

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

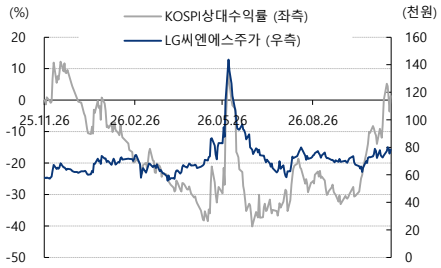
12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.2	0.7	4.8	5.7	6.7
영업이익 증가율	12.7	5.0	-14.4	30.2	12.1
순이익 증가율	12.6	-0.9	-10.2	30.8	10.7
수익성					
ROIC	20.7	20.3	16.7	21.9	23.8
ROA	5.9	5.7	5.1	6.4	6.8
ROE	8.4	7.9	6.8	8.3	8.7
안정성					
부채비율	36.4	31.1	26.5	24.4	22.7
순차입금비율	7.4	6.1	3.2	2.3	1.7
이자보상배율	18.2	18.9	23.8	31.0	34.7

LG씨엔에스 (064400) : 27년 클라우드 & AI, DBS 부문 모두 고성장 전망

Buy 유지
TP 100,000원 상향

Company Data	
현재가(11/13)	78,500 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	143,700 원
52주 최저가(보통주)	55,500 원
KOSPI (11/13)	5,290.53p
KOSDAQ (11/13)	699.66p
자본금	520 억원
시가총액	76,055 억원
발행주식수(보통주)	9,689 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	98.5 만주
평균거래대금(60일)	745 억원
외국인지분(보통주)	5.68%
주요주주	LG 외 5인 47.09% 국민연금공단 7.24%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	6.8	33.1
상대주가	38.6	58.4	4.9

▶ 클라우드 & AI, DBS 부문 모두 고성장 전망

- 27년 매출 7.43조원(YoY +12.4%), 영업이익 6,938억원(+16.0%, OPM 9.3%) 기록 전망. 클라우드 & AI(+15.2%) 및 Digital Business Service(+14.8%) 2개 부문이 성장을 견인할 것으로 추정
- 클라우드 & AI 부문은 1) AI 팩토리 레퍼런스 사이트 매출 발생, 2) 실제 고객사들의 AI 도입 본격화에 따른 클라우드 MSP 사업 성장 지속, 3) 데이터센터 코로케이션 및 DBO 사업 확대로 4.47조원(+15.2%) 전망. AI 팩토리 레퍼런스 사이트는 1H27말 가동을 시작하여 2H27 750억원 매출 기여 예상. 26년 11월 준공되는 인도네시아 자카르타 데이터센터는 해외 AI DC 사업 교두보가 될 것으로 전망. 사전 제작 모듈형 데이터센터로 구축 기간을 감축해 고객사들이 겪는 수요 변동 리스크를 줄여줄 수 있음. 전자 등 그룹 계열사들과의 협력을 바탕으로 1) 인도네시아 내 부지 확장 통한 추가 신규 구축 프로젝트(최대 220MW), APEC 주요 국가로의 확장 가능
- Digital Business Service 부문은 금융 차세대 인프라 사업 기수주 사업의 본격 매출화와 추가 수주를 통해 27년 1.76조원(+14.8%) 기록 추정

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 100,000원으로 상향

- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 100,000원으로 +12.4% 상향조정 (종전 89,000원)
- 목표주가 산정은 27년 지배주주순이익 추정치 5,872억원 및 target PER 17.1배를 적용하여 산출
- AI 팩토리, MSP와 DBO 사업, 금융권 차세대 시스템 구축을 통해 27년부터 성장 가속. 인도네시아 AI DC 레퍼런스로 아시아권 DC 사업 침투 가능성이 높은 플레이어로, SI 업종 Top Pick으로 제시

Forecast earnings & Valuation

12결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액 (십억원)	5,983	6,130	6,608	7,426	8,392
YoY(%)	6.7	2.5	7.8	12.4	13.0
영업이익(십억원)	513	552	598	694	788
OP마진(%)	8.6	9.0	9.0	9.3	9.4
순이익(십억원)	365	439	477	588	659
EPS(원)	4,180	4,548	4,910	6,059	6,796
YoY(%)	9.7	8.8	8.0	23.4	12.2
PER(배)	0.0	13.5	15.4	12.4	11.1
PCR(배)	0.0	8.2	7.7	7.0	6.4
PBR(배)	0.0	2.0	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	0.0	7.4	7.8	6.6	5.6
ROE(%)	18.3	17.3	15.4	17.1	17.0

LG씨엔에스 연간 실적 추이 및 전망

- 27년 매출 7.43조원(YoY +12.4%), 영업이익 6,938억원(+16.0%, OPM 9.3%) 기록 전망. 클라우드 & AI(+15.2%) 및 Digital Business Service(+14.8%) 2개 부문이 성장을 견인할 것으로 추정
- 클라우드 & AI 부문은 1) AI 팩토리 레퍼런스 사이트 매출 발생, 2) 실제 고객사들의 AI 도입 본격화에 따른 클라우드 MSP 사업 성장 지속, 3) 데이터센터 코로케이션 및 DBO 사업 확대로 4.47조원(+15.2%) 전망. AI 팩토리 레퍼런스 사이트는 1H27말 가동을 시작하여 2H27 750억원 매출 기여 예상. 26년 11월 준공되는 인도네시아 자카르타 데이터센터는 해외 AI DC 사업 교두보가 될 것으로 전망. 사전 제작 모듈형 데이터센터로 구축 기간을 감축해 고객사들이 겪는 수요 변동 리스크를 줄여줄 수 있음. 전자 등 그룹 계열사들과의 협력을 바탕으로 1) 인도네시아 내 부지 확장 통한 추가 신규 구축 프로젝트(최대 220MW), APEC 주요 국가로의 확장 가능
- Digital Business Service 부문은 금융 차세대 인프라 사업 기수주 사업의 본격 매출화와 추가 수주를 통해 27년 1.76조원(+14.8%) 기록 추정

LG씨엔에스 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,521	1,664	2,108	5,983	6,130	6,608	7,426
성장률(YoY %)	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.6%	4.2%	9.3%	8.9%	6.7%	2.5%	7.8%	12.4%
클라우드 & AI	717	872	880	1,118	765	906	962	1,250	3,352	3,587	3,883	4,474
스마트엔지니어링	206	267	306	414	228	275	295	398	1,237	1,194	1,195	1,197
Digital Business Service	288	321	337	404	322	340	408	460	1,394	1,349	1,530	1,756
매출원가	1,053	1,221	1,310	1,593	1,134	1,288	1,416	1,728	5,051	5,177	5,566	6,191
매출총이익	158	239	212	343	181	233	249	379	931	952	1,042	1,235
GPM(%)	13.1%	16.4%	13.9%	17.7%	13.8%	15.3%	14.9%	18.0%	15.6%	15.5%	15.8%	16.6%
판매비와관리비	79	98	92	127	87	105	110	142	418	400	444	485
영업이익	79	141	120	216	94	128	138	238	513	552	598	694
성장률(YoY %)	144.3%	2.3%	-15.8%	7.9%	19.4%	-9.2%	15.0%	10.0%	10.5%	7.6%	8.4%	16.0%
OPM(%)	6.5%	9.6%	7.9%	11.2%	7.2%	8.4%	8.3%	11.3%	8.6%	9.0%	9.0%	9.3%
당기순이익	57	99	105	181	81	119	83	195	365	439	477	588
NPM(%)	4.7%	6.8%	6.9%	9.3%	6.2%	7.8%	5.0%	9.2%	6.1%	7.2%	7.2%	7.9%

자료: 교보증권 리서치센터

LG씨엔에스 Valuation

- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 100,000원으로 +12.4% 상향조정 (종전 89,000원)
- 목표주가 산정은 27년 지배주주순이익 추정치 5,872억원 및 target PER 17.1배를 적용하여 산출
- AI 팩토리, MSP와 DBO 사업, 금융권 차세대 시스템 구축을 통해 27년부터 성장 가속
- 인도네시아 AI DC 레퍼런스로 아시아권 DC 사업 침투 가능성이 높은 플레이어로, SI 업종 Top Pick으로 제시

LG 씨엔에스 Valuation Table

항목	가치산정	비교
27F 지배주주순이익	587	
target PER	17.1	IBM, Accenture, TCS 27F PER 평균
적정시가총액	10,038	
발행주식수	96,886	
적정주가	103,603	
목표주가	100,000	
현재주가	78,500	
상승여력	27.4%	

교보증권 리서치센터

LG 씨엔에스 상장 이후 주요 수주공시 (시간 역순)

계약일	계약명	계약금액	계약기간	계약 상대	특이사항
2026-10-14	새마을금고 계정계 최신화 구축	291,045,000,000	2026-10-15~2029-02-14	새마을금고중앙회	프로젝트 진행에 따라 청구 및 지급
2026-09-22	Microsoft 엔터프라이즈 AI(Copilot) 계약	257,800,000,000	2026-11-01~2031-10-31	LG전자	프로젝트 진행에 따라 청구 및 지급
2026-08-01	LG전자 Physical AI 인프라 계약	189,747,247,549	2026-08-01~2029-07-31	LG전자	월단위 지급
2026-04-01	삼송 데이터센터 Co-location 서비스 계약	603,000,000,000	2026-07-01~2035-05-31	네이버클라우드주식회사	월단위 지급
2026-04-01	고양 삼송 데이터 센터 위탁운영	182,034,798,000	2026-03-01~2035-05-31	주식회사 부산은행 외 1	프로젝트 진행에 따라 청구 및 지급
2026-02-12	고양 삼송 IT플랫폼 센터 2단계 구축공사	240,877,169,000	2025-12-18~2027-05-31	주식회사 부산은행 외 1	
2025-12-29	25년 N-ERP 확산 계약 (차세대 ERP 구축 통합테스트 및 확산)	226,178,000,000	2025-01-01~2026-12-31	LG전자	
2025-12-29	N-ERP 구축 SI인건비 계약	242,151,000,000	2024-01-01~2026-12-31	LG전자	
2025-12-26	「프로젝트 NEO」계정계 차세대 구축	-	2026-01-05~2028-04-04	NH농협은행	NH농협은행 '프로젝트 NEO' 계정계 차세대 구축 사업의 우선협상대상자로 선정
2025-11-25	클라우드운영실 클라우드 인프라 통합운영 계약	347,462,730,000	2025-07-01~2028-07-31	LG전자	월단위 지급
2025-06-20	죽전 데이터센터 Co-location 서비스 계약서	-	2025-06-01~2033-05-31	네이버클라우드주식회사	월단위 지급

자료: LG 씨엔에스, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,983	6,130	6,608	7,426	8,392
매출원가	5,051	5,177	5,566	6,191	6,999
매출총이익	931	952	1,042	1,235	1,393
매출총이익률 (%)	15.6	15.5	15.8	16.6	16.6
판매비와관리비	418	400	444	541	605
영업이익	513	552	598	694	788
영업이익률 (%)	8.6	9.0	9.0	9.3	9.4
EBITDA	617	686	734	826	918
EBITDA Margin (%)	10.3	11.2	11.1	11.1	10.9
영업외손익	-27	41	85	85	85
관계기업손익	5	16	18	18	18
금융수익	39	62	68	68	68
금융비용	-30	-34	-28	-28	-28
기타	-42	-4	27	27	27
법인세비용차감전순손익	485	593	683	778	873
법인세비용	121	154	205	191	214
계속사업순손익	365	439	477	588	659
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	365	439	477	588	659
당기순이익률 (%)	6.1	7.2	7.2	7.9	7.9
비지배지분순이익	0	1	1	1	1
지배지분순이익	365	438	476	587	658
지배순이익률 (%)	6.1	7.1	7.2	7.9	7.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	20	4	4	4	4
포괄순이익	385	443	481	592	663
비지배지분포괄이익	0	1	1	2	2
지배지분포괄이익	384	442	480	590	662

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	715	418	490	538	581
당기순이익	365	439	477	588	659
비현금항목의 가감	353	285	318	293	306
감가상각비	86	119	127	125	124
외환손익	-24	4	0	0	0
지분법평가손익	-5	-16	-18	-18	-18
기타	296	179	209	186	200
자산부채의 증감	121	-206	-136	-194	-220
기타현금흐름	-124	-100	-170	-148	-164
투자활동 현금흐름	-13	-530	-582	-587	-593
투자자산	-25	-16	-2	-2	-2
유형자산	-31	-44	-44	-44	-44
기타	42	-469	-536	-542	-548
재무활동 현금흐름	-141	174	-324	-152	-152
단기차입금	3	-5	-5	-5	-5
사채	0	-160	20	20	20
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	600	0	0	0
현금배당	-133	-219	-179	-179	-179
기타	-10	-42	-159	13	13
현금의 증감	572	64	483	272	311
기초 현금	505	1,077	1,141	1,624	1,895
기말 현금	1,077	1,141	1,624	1,895	2,206
NOPLAT	385	408	418	524	595
FCF	580	292	374	417	461

재무상태표 단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,435	3,965	4,171	4,727	5,369
현금및현금성자산	1,077	1,141	1,624	1,895	2,206
매출채권 및 기타채권	1,714	1,708	1,831	2,047	2,304
재고자산	46	61	65	73	83
기타유동자산	599	1,055	651	711	776
비유동자산	1,069	1,320	1,333	1,320	1,310
유형자산	545	536	559	554	550
관계기업투자금	124	145	147	148	150
기타금융자산	79	108	108	108	108
기타비유동자산	321	532	519	509	502
자산총계	4,505	5,285	5,504	6,046	6,679
유동부채	1,852	1,861	1,735	1,818	1,918
매입채무 및 기타채무	1,255	1,119	1,171	1,259	1,364
차입금	6	0	-5	-11	-16
유동성채무	202	333	161	161	161
기타유동부채	390	409	409	409	409
비유동부채	529	483	530	580	633
차입금	0	0	-1	-1	-2
사채	389	160	180	200	220
기타비유동부채	140	323	351	382	415
부채총계	2,382	2,344	2,265	2,398	2,551
지배지분	2,115	2,933	3,229	3,637	4,116
자본금	47	52	52	52	52
자본잉여금	35	624	624	624	624
이익잉여금	2,003	2,221	2,517	2,925	3,404
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	8	9	10	11	12
자본총계	2,123	2,941	3,239	3,648	4,128
총차입금	694	772	641	686	734

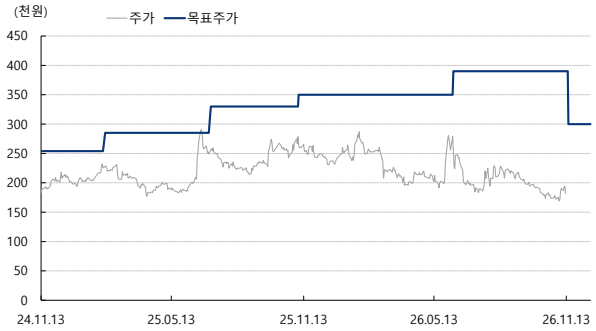
주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	4,180	4,548	4,910	6,059	6,796
PER	0.0	13.5	15.4	12.4	11.1
BPS	24,257	30,270	33,330	37,539	42,485
PBR	0.0	2.0	2.3	2.0	1.8
EBITDAPS	7,073	7,123	7,571	8,523	9,473
EV/EBITDA	0.0	7.4	7.8	6.6	5.6
SPS	68,610	63,667	68,203	76,651	86,620
PSR	0.0	1.0	1.1	1.0	0.9
CFPS	6,654	3,034	3,861	4,309	4,756
DPS	1,672	1,850	1,850	1,850	1,850

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	6.7	2.5	7.8	12.4	13.0
영업이익 증가율	10.5	7.6	8.3	16.0	13.7
순이익 증가율	9.8	20.3	8.6	23.2	12.2
수익성					
ROIC	48.5	48.4	44.8	50.4	50.5
ROA	8.5	8.9	8.8	10.2	10.3
ROE	18.3	17.3	15.4	17.1	17.0
안정성					
부채비율	112.2	79.7	69.9	65.8	61.8
순차입금비율	15.4	14.6	11.7	11.3	11.0
이자보상배율	19.2	21.3	29.1	32.9	36.6

NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이

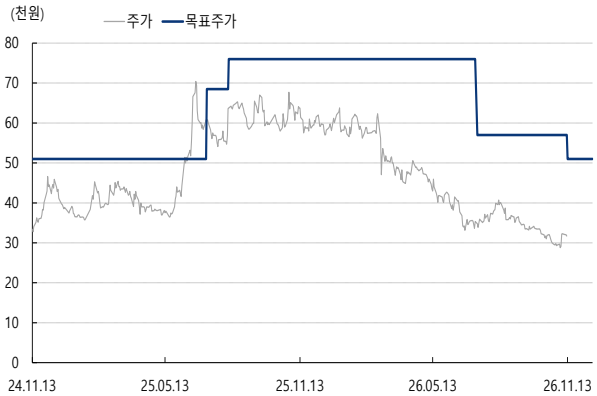


자료: 교보증권 리서치센터

NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024.05.07	매수	280,000	(60.7)	(43.7)	2025.10.21	매수	330,000	(27.3)	(18.5)
2024.07.10	매수	254,000	(48.4)	(42.7)	2025.11.06	매수	350,000	(40.3)	(31.8)
2024.08.12	매수	254,000	(56.0)	(48.6)	2026.01.15	매수	350,000	(34.4)	(22.0)
2024.10.07	매수	254,000	(46.9)	(41.3)	2026.02.09	매수	350,000	(55.5)	(34.4)
2024.11.11	매수	254,000	(26.5)	(16.5)	2026.04.14	매수	350,000	(63.3)	(59.1)
2025.01.16	매수	254,000	(18.9)	(9.5)	2026.05.04	매수	350,000	(59.2)	(24.8)
2025.02.10	매수	285,000	(31.1)	(23.1)	2026.06.09	매수	390,000	(86.9)	(51.8)
2025.03.25	매수	285,000	(48.5)	(37.3)	2026.07.27	매수	390,000	(82.4)	(70.3)
2025.05.12	매수	285,000	(52.8)	(13.6)	2026.08.10	매수	390,000	(86.1)	(71.1)
2025.07.07	매수	330,000	(37.4)	(27.2)	2026.10.06	매수	390,000	(116.4)	(100.7)
2025.08.11	매수	330,000	(39,9)	(20.2)	2026.11.16	매수	300,000		

카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



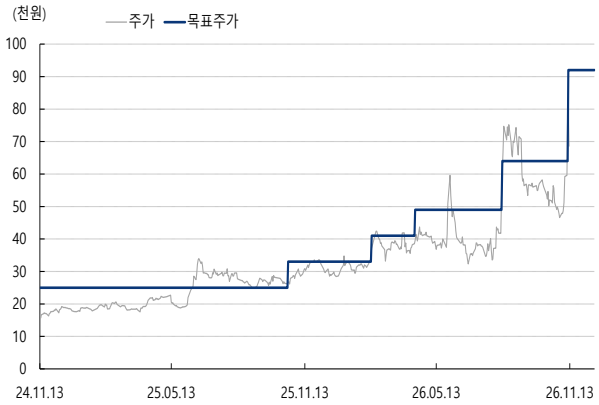
자료: 교보증권 리서치센터

카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2024.05.10	매수	64,000	(48.0)	(36.8)	2025.10.21	매수	76,000	(21.3)	(12.3)
2024.07.11	매수	60,000	(50.1)	(41.7)	2025.11.10	매수	76,000	(27.1)	(18.6)
2024.08.09	매수	51,000	(41.0)	(31.8)	2026.01.20	매수	76,000	(28.0)	(22.2)
2024.10.07	매수	51,000	(32.8)	(9.4)	2026.02.13	매수	76,000	(48.6)	(22.0)
2025.01.16	매수	51,000	(28.3)	(12.6)	2026.04.14	매수	76,000	(57.4)	(50.2)
2025.02.14	매수	51,000	(27.9)	(18.9)	2026.05.08	매수	76,000	(94.3)	(65.2)
2025.03.25	매수	51,000	(29.0)	(18.9)	2026.07.13	매수	57,000	(57.4)	(48.8)
2025.05.09	매수	51,000	(2.5)	27.6	2026.08.07	매수	57,000	(46.2)	(40.0)
2025.07.09	매수	68,500	(19.8)	(7.7)	2026.08.24	매수	57,000	(72.2)	(54.7)
2025.08.08	매수	76,000	(20.8)	(13.4)	2026.11.05	매수	51,000	(59.1)	(57.9)
2025.09.24	매수	76,000	(26.3)	(20.3)	2026.11.16	매수	51,000		

KYOBO Securities

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이

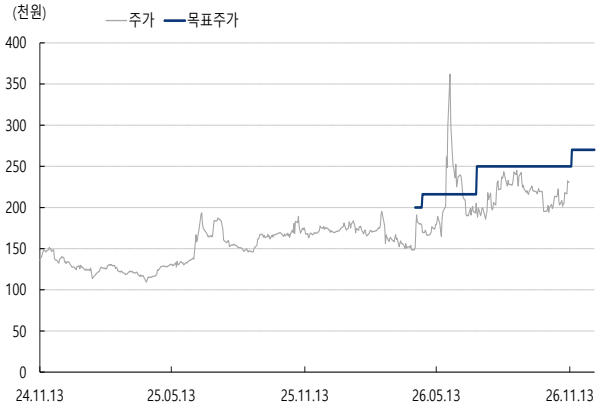


자료: 교보증권 리서치센터

NHN 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)	2025.02.17	매수	25,000	(35.7)	2.8
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)	2025.10.21	매수	33,000	(16.1)	(7.3)
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)	2025.11.11	매수	33,000	(4.9)	5.7
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)	2026.02.13	매수	41,000	(7.8)	3.3
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)	2026.04.14	매수	49,000	(20.4)	(12.1)
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)	2026.05.13	매수	49,000	(23.1)	17.8
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)	2026.07.07	매수	49,000	(31.3)	(26.3)
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)	2026.07.27	매수	49,000	(58.3)	(18.1)
2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)	2026.08.12	매수	64,000	(8.1)	17.3
2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)	2026.11.11	매수	92,000	(23.6)	(14.6)
2024.11.13	매수	25,000	(36.9)	(25.6)	2026.11.16	매수	92,000		

삼성에스디에스 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

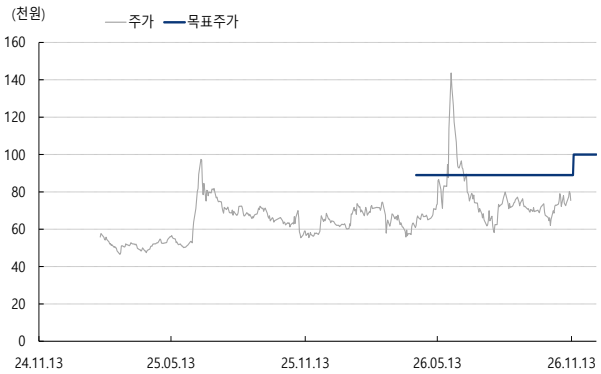
삼성에스디에스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2026.04.14	매수	200,000	(12.5)	(4.7)					
2026.04.24	매수	216,000	(3.7)	40.3					
2026.07.08	매수	250,000	(26.9)	(14.7)					
2026.07.27	매수	250,000	(22.9)	(14.9)					
2026.07.31	매수	250,000	(10.9)	(2.0)					
2026.10.11	매수	250,000	(22.2)	(12.4)					
2026.10.30	매수	250,000	(16.3)	(7.5)					
2026.11.16	매수	270,000							

KYOBO research center 53

KYOBO Securities

LG CNS 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

LG CNS 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2026.04.14	매수	89,000	(34.2)	(30.5)					
2026.05.04	매수	89,000	(5.8)	38.1					
2026.07.21	매수	89,000	(28.3)	(13.7)					
2026.07.27	매수	89,000	(44.1)	(32.8)					
2026.08.03	매수	89,000	(21.1)	(11.4)					
2026.09.15	매수	89,000	(29.3)	(20.9)					
2026.10.19	매수	89,000	(21.3)	(12.7)					
2026.11.02	매수	89,000							
2026.11.16	매수	100,000							

KYOBO research center 54

KYOBO Securities

감사합니다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2026.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	3.6%	0.0%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하